



**Universidad Nacional Mayor de San Marcos**

**Universidad del Perú. Decana de América**

**Facultad de Ciencias Económicas**

**Unidad de Posgrado**

**Transparencia en mercados imperfectos: el  
financiamiento de empresas vinculadas en la mesa de  
negociación – el caso Argos**

**TESIS**

**Para optar el Grado Académico de Magíster en Economía con  
mención en Finanzas**

**AUTOR**

**José Salvador ROMERO CERNA**

**Lima, Perú**

**2011**



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

## Referencia bibliográfica

---

Romero, J. (2011). *Transparencia en mercados imperfectos: el financiamiento de empresas vinculadas en la mesa de negociación – el caso Argos*. Tesis para optar el grado de Magíster en Economía con mención en Finanzas. Unidad de Posgrado, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima, Perú.

---

A mis queridos padres

# TRANSPARENCIA EN MERCADOS IMPERFECTOS: EL FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS VINCULADAS EN LA MESA DE NEGOCIACIÓN – EL CASO ARGOS

## INDICE

	Lista de Gráficos	iv
	Lista de Cuadros	v
	Resumen	vi
	Introducción	1
<b>I</b>	Marco de Referencia	3
1.1	Problema de Investigación	
1.1.1	Antecedentes	
1.1.2	Identificación del Problema	6
1.1.3	Delimitación del Problema	8
1.1.4	Formulación del Problema	
1.1.5	Justificación del Estudio	
1.2	Marco Teórico	9
1.2.1	Teoría de la Agencia	
1.2.2	Mercados Imperfectos	13
1.2.3	Grupos Económicos	16
1.2.4	Competencia con el Mercado Bancario	18
1.2.5	Efecto en el Costo Financiero	19
1.2.6	Importancia de la Transparencia	22
1.2.7	Estudios sobre Transparencia respecto al Mercado de Valores	24
1.2.8	Estudios sobre Transparencia del Banco Mundial	26
1.2.9	Otros Estudios sobre Transparencia	27
1.3	Hipótesis	28
1.4	Objetivos	
1.5	Metodología	29
1.5.1	El Modelo del Nivel de Transparencia y las variables	30
1.5.2	La Población y la Muestra	34
<b>II</b>	El Caso Argos: Operaciones Doble Contado Plazo en la Mesa de Negociación	35

2.1	El Nivel de Transparencia	
2.2	El Papel de CONASEV como Ente Regulador	36
2.3	El Grupo Picasso Salinas	39
2.4	Conflictos de Intereses y Riesgo Moral	44
2.5	El Rol de los Auditores Externos	50
<b>III</b>	Modelo del Nivel de Transparencia y Resultados	54
3.1	Especificación y Data Histórica de las variables	
3.2	Análisis de la Información	59
	Conclusiones	70
	Recomendaciones	73
	Referencias Bibliográficas	77
	Anexos	84

### Lista de Gráficos

1	PBI Real 1977-1997 (Var. %)	3
2	Formación Bruta de Capital 1992-2006 (Var. %)	
3	Pasivos Externos de Corto Plazo del Sistema Bancario 1977-1997	4
4	Tasa Activa Real ME Promedio Mensual 1994-1998	
5	Tipo de Cambio Bancario Venta Mensual 1994-1998	5
6	Operación Doble Contado Plazo	7
7	Grupo Picasso	41
8	Principal y Agente	45
9	Operación Doble Contado Plazo Empresas Vinculadas	52
10	Tasa Doble Contado Plazo (DC) y Tasa Descuento Bancario (DB)	55
11	Histograma y Gráfico Lineal - Variable A	
12	Histograma y Gráfico Lineal - Variable L	56
13	Histograma y Gráfico Lineal - Variable S	57
14	Histograma y Gráfico Lineal - Variable R	
15	Variables A y L	61
16	Variables A y S	
17	Variables A y R	
18	Variables A y V	62
19	Variables Z y A	63
20	Variables A, L, S y R	64
21	Prueba de Residuos Recursivos	65
22	Prueba Cusum	66
23	Prueba Cusum Cuadrado	

### **Lista de Cuadros**

1	Estructuras de Mercado	14
2	Montos Negociados en la Mesa de Negociación Período 1998-1997	20
3	Operacionalización de las Variables	33
4	Importes Pendientes de Vencimiento por Operaciones Doble Contado Plazo Empresas Vinculadas	58
5	Resultados de Regresión	63
6	Resultados de Regresión incluyendo Puntos de Quiebre	67
7	Matriz de Correlaciones	
8	Prueba de Variables Redundantes	68
9	Resultados de Regresión omitiendo Variable Redundante	



## **TRANSPARENCIA EN MERCADOS IMPERFECTOS: EL FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS VINCULADAS EN LA MESA DE NEGOCIACIÓN – EL CASO ARGOS**

### **RESUMEN**

El presente Trabajo de Investigación busca determinar las variables que explican el nivel de transparencia en las operaciones con letras doble contado plazo (operaciones de venta con compromiso de recompra, conocido como operación con pacto de recompra) negociadas en la Mesa de Negociación de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante el período 1997-1998, mediante las cuales las empresas vinculadas a un mismo grupo económico obtienen financiamiento.

El trabajo se sustenta en la Teoría de la Agencia, en particular de la asimetría de la información bajo la modalidad de Riesgo Moral (Moral Hazard) expresada en los conflictos de intereses entre el regulador (supervisor) y los regulados (supervisados), y en la lógica de los grupos económicos en mercados imperfectos.

Los resultados del modelo econométrico encuentran consistencia a favor de la opinión que el nivel de transparencia en las operaciones doble contado plazo negociadas a través de la Mesa de Negociación está directamente relacionado con los rendimientos obtenidos por los emisores de los títulos negociados, dejando de lado el análisis de liquidez y apalancamiento debido a la poca cultura financiera del inversionista promedio y a que asumen que estas operaciones están respaldadas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), organismo público descentralizado del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Esto se explica porque en mercados imperfectos como el nuestro, la atención de los inversionistas en este tipo de operaciones se centra en las rentabilidades obtenidas y a que son reguladas y supervisadas, es decir, de alguna forma asumen que están garantizadas por CONASEV, cuando en realidad no es así.

En la parte final del trabajo se proponen acciones de política que contribuyan a aumentar el nivel de transparencia y a disminuir los casos de conflictos de intereses.

**Palabras Clave:** Transparencia, Teoría de la Agencia, Mercados Imperfectos, Riesgo Moral, Grupos Económicos, Costo del Crédito, Conflictos de Intereses

## **TRANSPARENCY IN IMPERFECT MARKETS: THE FINANCING OF LINKED COMPANIES IN THE NEGOTIATION DESK (OVER THE COUNTER TRADING) - THE CASE ARGOS**

### **ABSTRACT**

The current Research Paper seeks to determine the variables that explain the level of transparency in the transactions of spot-forward drafts (sale trades with repurchase agreement, usually known as Repo) traded at the Negotiation Desk of Lima Stock Exchange (BVL) during period 1997-1998, by means of which the linked companies to a same economic group obtain financing.

The paper is sustained in the Theory of the Agency, in particular of the asymmetry of the information under the modality of Moral Hazard (Moral Risk) expressed in the conflicts of interests between the regulator (supervisor) and the regulated ones (supervised), and in the logic of the economic groups in imperfect markets.

The results of the econometric model find consistency in favor of the opinion that the level of transparency in the spot-forward transactions traded through the Negotiation Desk directly is related to the yields obtained by the issuers of the traded stocks, do not take into account the analysis of liquidity and leverage due to the poor financial culture of the investor average and to that they assume that these operations are endorsed by the National Supervisory Commission of Companies and Securities (CONASEV), decentralized public organism of the Ministry of Economy and Finance (MEF). This is explained because in imperfect markets like ours, the attention of the investors in this type of transactions concentrates in the obtained yields and to that they are regulated and supervised, that is, of some form investors assume that they are guaranteed by CONASEV, when in fact is not thus.

In the final part of the paper policy actions set out that contribute to increase the level of transparency and to diminish the cases of conflicts of interests.

**Keywords:** Transparency, Agency Theory, Imperfect Markets, Moral Hazard, Economic Groups, Credit Cost, Conflicts of Interests

## **TRANSPARENCIA EN MERCADOS IMPERFECTOS: EL FINANCIAMIENTO DE EMPRESAS VINCULADAS EN LA MESA DE NEGOCIACIÓN – EL CASO ARGOS**

### **INTRODUCCIÓN**

En el Perú los casos de transgresión al nivel de transparencia cada vez son mayores. Los conflictos de intereses se evidencian cada vez más, propiciando que la escasa transparencia beneficie a determinados grupos empresariales y perjudique a los demás participantes del mercado de valores debido a problemas de asimetría en la información y a la ausencia de prácticas de buen gobierno corporativo, como es el caso que trata el presente Trabajo de Investigación.

Los estudios sobre Transparencia referidos a Mercado de Valores están orientados generalmente a su efecto en los costos en la negociación en el mercado secundario y en la liquidez, los estudios del Banco Mundial abordan el tema de la corrupción, la gobernabilidad y la captura del Estado, mientras que otros estudios tratan la Transparencia desde la perspectiva de Riesgo Moral.

Bajo la teoría de la agencia, el buen gobierno corporativo señala que los mercados de capitales en los cuales se garantiza un alto nivel de protección al inversionista cuentan con mayores posibilidades de desarrollo, en la medida que la existencia de dichos niveles de protección facilita el proceso de canalización de recursos. Además señala que en ausencia de leyes fuertes y sistemas judiciales eficientes, o un regulador implacable y justo, no hay suficiente forma de proteger a los inversionistas.

El caso materia del presente Trabajo de Investigación está referido a operaciones con letras doble contado plazo negociadas en la mesa de negociación (operaciones de venta con compromiso de recompra), que facilita de financiamiento de corto plazo a las empresas giradoras o emisoras (en este caso de las letras negociadas) con la garantía de estos títulos de corto plazo, con niveles mínimos de información financiera y requisitos exigidos. Es decir, es un mecanismo de negociación secundaria de valores.

El grupo Picasso Salinas<sup>1</sup>, a través de Argos S.A. Sociedad Agente de Bolsa (ARGOS), empresa de su grupo económico, obtuvo financiamiento para sus empresas vinculadas mediante la negociación de letras emitidas por éstas, las mismas que no se habrían sustentado en transacciones reales derivadas de las actividades comerciales y/o productivas de las empresas emisoras, es decir el referido grupo habría utilizado este mecanismo transgrediendo los principios de transparencia y de protección al inversionista al ocultar los conflictos de intereses derivados de la captación para financiamiento de su grupo económico y sus empresas vinculadas.

El presente Trabajo de Investigación constituye una arista en el caso del salvataje del Banco Latino (también de propiedad del mismo grupo económico) ocurrido en diciembre de 1998, mediante la capitalización de acreencias de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), cuya supervisión está a cargo de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

Para el caso de la muestra de operaciones durante el período 1997-1998 se plantea la hipótesis a favor de la opinión que el nivel de transparencia<sup>2</sup> en las operaciones doble contado plazo en la Mesa de Negociación está directamente relacionado con los rendimientos obtenidos por los emisores de los títulos negociados. Esto se explica porque en mercados imperfectos como el nuestro, la atención de los inversionistas en este tipo de operaciones se centra en las rentabilidades obtenidas, dejando de lado el análisis de liquidez y apalancamiento debido a la poca cultura financiera del inversionista promedio y a que asumen que estas operaciones están respaldadas por CONASEV (institución pública cuyo directorio es nombrado por el MEF), es decir de alguna forma asumen que están garantizadas, cuando en realidad no es así.

Finalmente, el Trabajo busca sugerir una reforma de la legislación y regulación que contribuyan a aumentar el nivel de transparencia y a disminuir los casos de conflictos de intereses bajo el enfoque de la teoría de la agencia.

---

<sup>1</sup> Denominación dada por ARGOS según la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 publicada el 07.04.1999. El Trabajo de Investigación recoge los hechos citados de la Resolución y no evalúa el cumplimiento de las normas.

<sup>2</sup> Definido en el presente Trabajo de Investigación como el diferencial del costo de financiamiento de corto plazo del sistema bancario respecto a las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación.

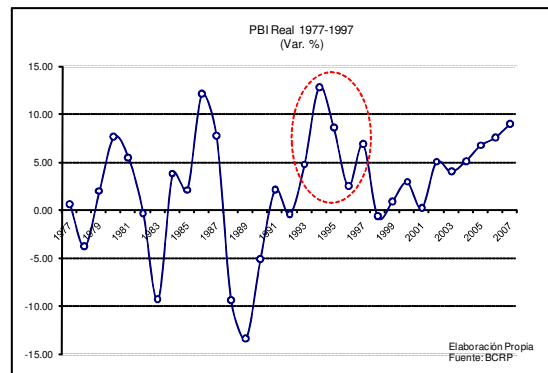
## I. MARCO DE REFERENCIA

### 1.1. Problema de Investigación

#### 1.1.1. Antecedentes

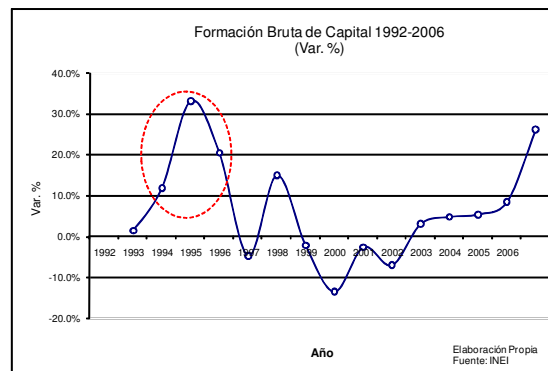
Luego del proceso hiperinflacionario a finales de los ochenta y de la adopción de medidas de ajuste a principios de los noventa la economía peruana presenta un ciclo de crecimiento a partir del año 1993 hasta 1997.

Gráfico 1



Durante 1993-1995 esta expansión se explica en el aumento del gasto público (en particular de la Inversión Pública) ante las próximas elecciones presidenciales, y financiada con los mayores ingresos públicos por privatizaciones, y de otro lado, el ingreso de capitales externos permitió continuar con el atraso cambiario, que conjuntamente con la fijación de los precios públicos nominales permitieron una disminución rápida de la inflación (Dancourt, 1997).

Gráfico 2



Dancourt sostiene que la Crisis Mexicana de fines de 1994 – “Efecto Tequila” – no ha tenido mayor efecto sobre la economía peruana considerando nuestro sistema financiero “bancario” (Bolsa de Valores de pequeño tamaño) y a que la mayor parte del ingreso de capitales externos constituyen repatriación de capitales debido a razones políticas (derrota de movimientos subversivos). La disminución de la tasa de crecimiento a partir de setiembre de 1995 y durante 1996 obedece al compromiso del gobierno de enfriar la economía al suscribir la Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1995 (una vez pasado el ciclo político de las elecciones presidenciales), lo que se tradujo en la contracción de la demanda interna (disminución de la Inversión Pública) y en un aumento del superávit fiscal primario del sector público para cumplir con el servicio de la deuda externa.

Sin embargo, mientras el gasto público disminuía, la banca expandía el crédito en moneda extranjera mediante el endeudamiento externo de corto plazo (Gráfico 3), y se observa que a partir de 1995 el costo real del crédito en moneda extranjera se incrementa (tasa de interés activa real en dólares), lo que refleja, principalmente, la mayor devaluación ocurrida durante 1995 y 1996 (Gráfico 4).

Gráfico 3

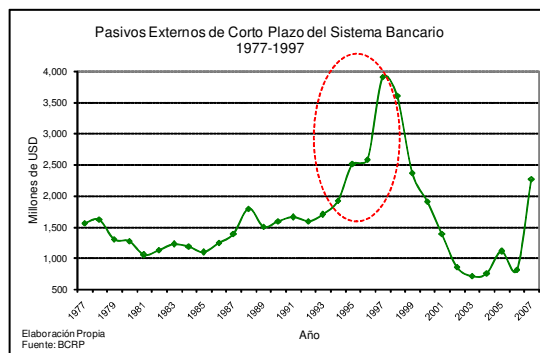
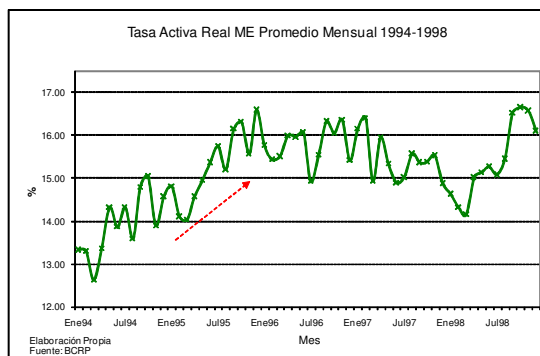
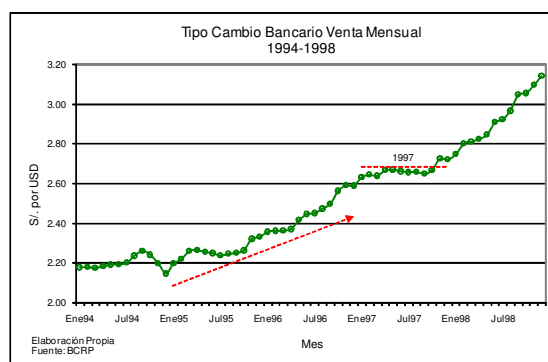


Gráfico 4



La crisis asiática ocurrida en el segundo semestre de 1997 afectó principalmente los precios de nuestras exportaciones originando un déficit en cuenta corriente, al que se enfrentó con políticas fiscales y monetarias más restrictivas. Esta situación conjuntamente con el choque de oferta negativo derivado del fenómeno del Niño contrajeron la demanda interna a partir del segundo trimestre de 1998. Sin embargo, las menores exportaciones no tuvieron un efecto significativo sobre el tipo de cambio (Gráfico 5), debido a que el menor ingreso de capitales de largo plazo fue compensado por un mayor crecimiento de las líneas de crédito de corto plazo (Velarde y Rodríguez, 2000).

Gráfico 5



La crisis rusa (agosto 1998) conllevó a la disminución de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes en busca de la calidad. La repentina contracción de las líneas de crédito de corto plazo de los bancos originó una severa restricción del crédito durante setiembre y agosto de 1998, llevando a la interrupción de la cadena de pagos y por consiguiente a una recesión. Esta restricción del crédito junto con la política restrictiva en moneda nacional que aplicó el Banco Central de Reserva (BCRP) contribuyeron al aumento de las tasas de interés.

Velarde y Rodríguez sostienen que la política monetaria del BCRP a partir de setiembre y hasta enero de 1999 fue procíclica, ya que la política monetaria restrictiva buscaba atenuar el alza del tipo de cambio. En esa dirección el MEF dispuso que los depósitos del sector público en la banca comercial se conviertan a nuevos soles. Las políticas fiscal y monetaria restrictivas junto con la restricción crediticia originaron una caída en la demanda interna de 5,7% el cuarto trimestre de 1998 y de 6,6% el primer trimestre de 1999.

En este contexto de recesión y contracción del crédito, se deterioró la cartera de los bancos.

### **1.1.2. Identificación del Problema**

A inicios de los 90', como parte de las reformas estructurales se implementó la liberalización del mercado de valores con la dación del Decreto Legislativo N° 755 Ley del Mercado de Valores (13.11.91). En los considerandos del referido Decreto se señala que el mercado de valores constituye un medio valioso para el fomento de la inversión privada, sin hacer mayor incidencia en el principio de transparencia de mercado, no obstante dedicar el Título II a la Transparencia del Mercado.

Esta situación parece corregirse cinco años después con la dación del Decreto Legislativo N° 861 Ley del Mercado de Valores (21.10.96) y posterior modificatoria<sup>3</sup>, en cuyos considerandos señalan que (1) el mercado de valores constituye una alternativa de financiamiento adicional a las actividades de intermediación financiera indirecta realizada por los bancos, y (2) resulta conveniente reforzar el principio de transparencia en la información y de las operaciones. En esta norma se incluye una mayor precisión en el Título II referido a la Transparencia del Mercado.

Transparencia, en su más vasta acepción, implica un permanente y fidedigno suministro de información relevante para la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores, por parte de quienes actúan en él<sup>4</sup>.

La Mesa de Negociación tiene por finalidad organizar un segmento del mercado extra bursátil, y facilitar transacciones con valores no inscritos en Rueda de Bolsa, y busca dotar a dicha parte del mercado extra bursátil de las ventajas propias de un mercado como el bursátil, en especial en lo referido a la formación de precios, en condiciones de mercado, asegurando la liquidez, seguridad y transparencia en la negociación. Mediante este mecanismo el inversionista puede acceder a las operaciones de contado, a plazo y a las denominadas operaciones doble contado-plazo, que son una modalidad de descuento que, al igual que las operaciones de

---

<sup>3</sup> Ley N° 27649 publicada el 23/01/2002 en el diario oficial El Peruano que modifica el D. Leg. N° 861.

<sup>4</sup> CONASEV Documento: “El Rol de CONASEV”.

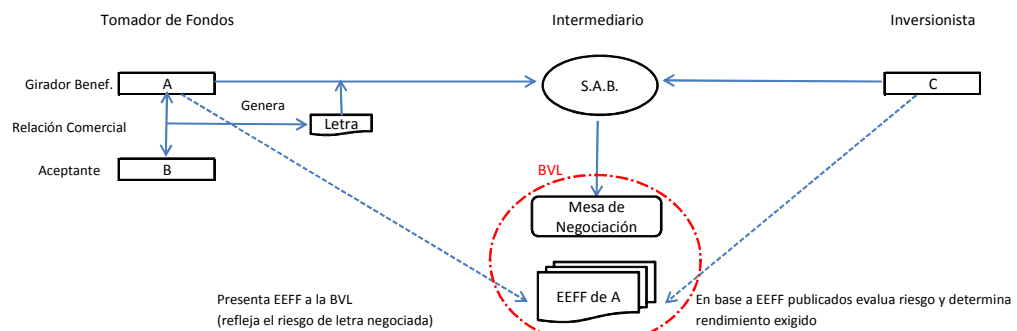


reporte, suponen dos operaciones simultáneas, una al contado en la que el inversionista (aplicador de fondos) adquiere los títulos al propietario de los mismos (tomador de fondos), y en una segunda operación a plazo en la que ambos se comprometen a recomprarse o revenderse los mismos títulos a un plazo y precio pactados.

El siguiente gráfico muestra la operatividad de las letras doble contado-plazo.

Gráfico 6

OPERACIÓN DOBLE CONTADO PLAZO



Operación Contado (FL1)

El tomador de fondos (A) vende la letra al inversionista (C) y recibe los fondos.

El inversionista (C) compra la letra al tomador de fondos (A) y entrega los fondos.

La letra se negocia a un descuento del valor nominal, que representa el costo financiero para el tomador de fondos y el rendimiento para el inversionista.

Se realizan dos operaciones en simultáneo, (A) recibe 2 pólizas: una por la op. de venta contado y otra por la op. de compra plazo, ésta última con fecha de vencimiento según el plazo acordado. Por su parte (C) recibe una póliza por la operación de compra contado y otra por la operación de venta plazo.

Operación Plazo (FL2)

El tomador de fondos (A) compra la letra al inversionista (C) y entrega los fondos

El inversionista (C) vende la letra al tomador de fondos (A) y recibe los fondos

La letra se negocia a un precio mayor que al precio de la operación contado (de acuerdo a las instrucciones de las partes).

Elaboración Propia

En este contexto, las operaciones de financiamiento de corto plazo mediante las operaciones en Mesa de Negociación, en particular las operaciones con letras doble contado plazo, debieron constituirse en una alternativa de financiamiento que incida a la baja en las tasas de interés bancaria activa de corto plazo, ya que permitieron a las empresas negociar instrumentos de corto plazo (bonos, letras, pagarés, etc.) con relativa simplicidad en la Mesa de Negociación, mecanismo reglamentado a través de la Resolución CONASEV N° 160-82-EFC/94.10 Reglamento de la Mesa de Negociación en las Bolsas de Valores y modificado por la Resolución CONASEV N° 783-91-EF/94.10 Reglamento de Operaciones con Instrumentos de Corto Plazo en las Mesas de Negociación de las Bolsas de Valores.

La Mesa de Negociación operó hasta 1998, mediante Resolución CONASEV N° 21-1999-EF/94.10, a solicitud de la BVL se cancela la autorización de funcionamiento de la Mesa de Negociación, manteniendo su vigencia hasta el 28 de febrero de 1999.

### **1.1.3. Delimitación del Problema**

El Trabajo de Investigación se delimita a desarrollar el caso de las operaciones doble contado-plazo transadas en la Mesa de Negociación por el grupo económico Picasso Salinas, a través de la Sociedad Agente de Bolsa de su grupo económico (ARGOS), las mismas que representan la mayor parte de las operaciones de doble contado plazo durante el período 1997-1998.

### **1.1.4. Formulación del Problema**

Algunas respuestas se han planteado al hecho que las operaciones de doble contado plazo no se han constituido en un mecanismo alternativo de financiamiento que incida a la baja de las tasas de interés activa del sistema bancario, como la falta de transparencia en la información, operaciones entre grupos empresariales – en un caso vinculado a un banco importante – que no responden a los mecanismos de una economía de libre mercado, y la falta de control del organismo supervisor (CONASEV). A partir de la teoría de la agencia, en particular de la asimetría de la información bajo la modalidad de Riesgo Moral (Moral Hazard), se explica el nivel de transparencia de las operaciones doble contado-plazo en la Mesa de Negociación.

### **1.1.5. Justificación del Estudio**

El problema a investigar se justifica en la medida que se busca dotar de un mayor nivel de competencia al mercado de capitales, y en particular que el mercado de valores se constituya en una real y accesible alternativa de financiamiento empresarial. Resulta de importancia en el debate actual sobre el rol que debe cumplir CONASEV, asimismo la experiencia de las operaciones doble contado-plazo durante 1997-1998 permite formular políticas públicas para evitar que situaciones similares se repitan. El trabajo de investigación busca:

- ✓ Determinar criterios y normas que fortalezcan la transparencia del mercado.

- ✓ Establecer lineamientos de política que regulen las operaciones e información de los grupos económicos y/o empresas vinculadas.
- ✓ Evaluar la función supervisora de CONASEV.
- ✓ Establecer lineamientos que regulen la responsabilidad del directorio, gerencia, Contadores y Auditores externos, en concordancia con la Ley General de Sociedades y normas vigentes.

## 1.2. Marco Teórico

### 1.2.1. Teoría de la Agencia

La teoría que nos permite fundamentar el análisis de la transparencia es la Teoría de la Agencia desarrollada por Jensen y Meckling (1976)<sup>5</sup>.

La **Teoría de la Agencia** trata de explicar porque las empresas no se comportan eficientemente y por lo tanto no maximizan su valor. La cuestión radica en los problemas de agencia, que surgen de la divergencia de los intereses de los agentes y de los principales, es decir de la separación de la administración y el financiamiento, o en otras palabras en la separación del control y la propiedad.

La relación de agente – principal se da a través de un contrato, en el que el agente se compromete a realizar determinadas acciones en beneficio del principal, con la incorporación de delegación de autoridad para que el agente tome decisiones en nombre del principal. Los problemas de agencia surgen debido a la existencia de la asimetría de información, la que adopta las siguientes modalidades: la selección adversa, el riesgo moral y los costes de seguimiento o monitoreo.

La Selección Adversa, también denominada problema de información oculta, es cuando una de las partes del contrato (el agente) dispone ex-ante de información que no es observable para la otra parte (el principal). Por ejemplo en un contrato de préstamo frente a proyectos con diferentes niveles de riesgo y con el mismo valor esperado, el prestamista preferirá el proyecto más seguro y el prestatario el más arriesgado, así el prestatario (el agente) tratará de ocultar el verdadero riesgo del

---

<sup>5</sup> Michael Jensen y William Meckling “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics Vol. 4 N° 4.

proyecto y así tomar ventaja de la relativa desinformación del prestamista (el principal).

El Riesgo Moral, también denominado problema de acción oculta, es cuando una de las partes del contrato (el agente) actúa ex-post en beneficio propio y en detrimento de la otra parte (el principal). Siguiendo el ejemplo anterior, se da cuando el prestatario (el agente) realice un proyecto distinto al establecido en el contrato, debido a que el prestamista (el principal) tiene información incompleta y un sistema de control imperfecto.

Los Costes de Seguimiento<sup>6</sup>, también denominados costes de agencia, surgen de la acción oculta del agente (prestatario) para por ejemplo declarar utilidades inferiores a las obtenidas y así no amortizar la deuda al principal (prestamista). Ante esta situación el principal realiza un seguimiento (monitoreo) de las acciones del agente, mediante auditorías por ejemplo.

**El Gobierno Corporativo o Gobierno de la Empresa** surge en la década del 90 como un conjunto de líneas de acción que coadyuven al diseño de incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia centrando su atención en la protección de todos los grupos de interés (stakeholders), constituyendo una contribución al enfoque de agencia. El Gobierno Corporativo, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)<sup>7</sup>, es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa.

El Gobierno Corporativo se relaciona con los mecanismos a través de los cuales los que proporcionan financiamiento a las corporaciones aseguran la obtención del retorno sobre sus inversiones. ¿Cómo los que proporcionan financiamiento hacen que los administradores retornen algunas de las utilidades hacia ellos?, ¿Cómo se aseguran que los administradores no utilicen indebidamente el capital que ellos

---

<sup>6</sup> Entre los costes de agencia tenemos a los costes de formalización (redacción de contratos), costes de supervisión y costes de garantía.

<sup>7</sup> OECD por sus siglas en inglés, <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>

proporcionan o inviertan en malos proyectos?, ¿Cómo los que proporcionan financiamiento controlan a los administradores?<sup>8</sup>.

El Gobierno Corporativo está referido básicamente a la protección de los derechos de acreedores y accionistas no controladores. Los mercados de capitales en los cuales se garantiza un alto nivel de protección al inversionista cuentan con mayores posibilidades de desarrollo, en la medida que la existencia de dichos niveles de protección facilita el proceso de canalización de recursos<sup>9</sup>.

Un gobierno corporativo débil puede hacer a los países y a sus empresas más susceptibles a grandes colapsos. En ausencia de leyes fuertes y sistemas judiciales eficientes, o un regulador implacable y justo, no hay suficiente forma de proteger a los inversionistas.

Entre los principios de la OCDE, destacan los siguientes relativos a transparencia:

- ✓ Se les debe exigir a los miembros del Consejo y a la dirección que revelen cualquier conflicto de interés material en transacciones o cuestiones que afecten a la sociedad.
- ✓ Los consejos deben designar un número suficiente de consejeros no ejecutivos capaces de ejercer un juicio independiente en asuntos donde haya, potencialmente, conflictos de intereses.
- ✓ El Consejo debe realizar como una función clave la supervisión y el arbitraje de los posibles conflictos de interés entre la dirección, los miembros del Consejo y los accionistas, incluidos el uso fraudulento de activos corporativos y el abuso en transacciones entre partes interesadas.
- ✓ Es importante comunicar aquellas transacciones vinculadas a un grupo entero. Los fallos en el gobierno de las sociedades están relacionados, posiblemente, a la no revelación de la “situación global”, especialmente cuando ciertos datos que no aparecen en el balance de situación se utilizan para proporcionar garantías o compromisos similares entre compañías vinculadas.

---

<sup>8</sup> Revista Valores N° 41 pp. 4-5 CONASEV.

<sup>9</sup> Ministerio de Economía y Finanzas. Separata Especial del diario oficial El Peruano, Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores, 25 de abril de 2001.

En nuestro mercado se han observado algunos casos en los cuales los intereses y derechos de aquellos que invirtieron en empresas, pero que no cuentan con un control directo o injerencia de las mismas, han sido vulnerados.

En el presente Trabajo de Investigación se ha identificado la existencia de dos condiciones básicas de la Teoría de la Agencia:

- ✓ La divergencia de objetivos entre los socios propietarios (el principal) y los administradores (el agente), así como la participación del regulador en apoyo a los primeros.
- ✓ Los costos asociados a la vigilancia del desempeño de los administradores, denominados costos de control o monitoreo, que surgen por la existencia de una asimetría de información entre la empresa regulada (grupo económico), el regulador (CONASEV) y los socios (acreedores no controladores), la que intenta corregirse mediante presupuestos, auditorías, supervisión y otros mecanismos de control que involucran costos en su ejecución.

Existe una relación entre los costos de monitoreo y los beneficios esperados por un propietario. Si una empresa tiene pocos dueños el costo de vigilancia será menor al beneficio que espera obtener respecto de su inversión. En cambio, si son muchos propietarios el costo de la supervisión que el pequeño propietario debe realizar es mayor al beneficio que puede recibir por su inversión.

Por otra parte **el Riesgo Moral (Moral Hazard)** también está referido al hecho que los agentes asumen mayores riesgos a causa de un subsidio o seguro por parte de un tercer agente (gobierno u organismo internacional), que los que tomarían si no existiera este subsidio o seguro. El riesgo moral conjuntamente con el problema de selección adversa constituyen las dos caras de la Economía de la Información.

Una forma de riesgo moral es la garantía implícita por parte del Gobierno, influenciando el hecho de que sus principales accionistas (o grupo económico) mantenían vínculos importantes con el gobierno.

En el caso materia de la investigación, la hipótesis es que el grupo económico que se financia en la Mesa de Negociación asume que el gobierno (organismo supervisor) no va a interrumpir este tipo de operaciones.

En la formulación del modelo que explique el nivel de transparencia en las operaciones doble contado en la Mesa de Negociación de la BVL, el Trabajo de Investigación toma como base la teoría de la agencia, en particular la asimetría de la información como un problema de Riesgo Moral (Moral Hazard).

### **1.2.2. Mercados Imperfectos**

#### **Definición de Mercado Perfectamente Competitivo**

Antes de definir lo que son mercados imperfectos primero hay que definir lo que se entiende por mercado perfecto (o mercado perfectamente competitivo), según Krugman y Wells (2006) es aquel donde consumidores y productores son precio-aceptantes, es decir ni las decisiones de consumo ni de producción (de consumidores y productores, respectivamente) afectan el precio de mercado del bien, para ello dos condiciones son necesarias para considerar a una industria como perfectamente competitiva bajo el modelo de competencia perfecta:

- 1) La existencia de muchos productores (vendedores) y consumidores (compradores), sin que ninguno de ellos tenga una gran cuota de mercado o que sea “superior” al otro.
- 2) La homogeneidad del producto, condición que se cumple sólo si los consumidores consideran como equivalentes a los productos de todos los productores (vendedores).

Respecto a la homogeneidad del producto, se requiere una gran “transparencia” a nivel de información, particularmente en lo referido al precio y a la calidad. Adicionalmente a estas dos condiciones, una industria perfectamente competitiva normalmente se caracteriza por la libre entrada y salida de empresas.

#### **Tipos de Estructura de Mercado**

De forma general, los consumidores son precio-aceptantes (son pocos los casos en los que el consumidor pueda afectar el precio), y es bastante común que los productores tengan alguna capacidad de influir en los precios.

Considerando el número de productores que hay en un mercado y si los productos ofrecidos son homogéneos (idénticos) o diferenciados tenemos los siguientes tipos de estructura de mercado:

Cuadro 1  
Estructuras de Mercado

Nº Productores	Producto	Estructura de Mercado
Único	No Diferenciado	Monopolio
Pocos	Idéntico/Diferenciado	Oligopolio
Muchos	Diferenciado	Competencia Monopolística
	Idéntico	Competencia Perfecta

Elaborado en base a la clasificación efectuada por Krugman y Wells (2006)

El número de empresas que hay en un mercado, en el largo plazo, depende de las dificultades para la entrada de nuevas empresas al mercado, como regulaciones gubernamentales, economías de escala en producción, nivel tecnológico o control de recursos necesarios para la producción. Cuando hay dificultades o barreras a la entrada de nuevas empresas, las industrias tienden a ser monopolios u oligopolios; y cuando no existen las industrias tienden a ser perfectamente competitivas o monopolísticamente competitivas.

### **Definición de Mercados Imperfectos**

Un mercado imperfecto es aquella estructura de mercado donde no hay competencia perfecta, es decir puede tomar la estructura de monopolio, oligopolio o competencia monopolística.

Según Ordoñez y Sousa (2003), los mercados imperfectos se caracterizan por estar guiados por una racionalidad que les permite autogenerar e introducir mecanismos de mercado para perfeccionar su funcionamiento, tal como sucede en las economías más avanzadas. Mientras que las economías del Tercer Mundo tienen un carácter principalmente defensivo, con escasa capacidad de autogeneración de mecanismos eficaces de autocorrección, a los que se denominan Mercados Ficticios.



Los Mercados Ficticios (Mercados Imperfectos del Tercer Mundo) se organizan en base a la exclusión y presentan un desfase entre la definición formal de las reglas de relación entre las personas (derechos y deberes) y la propia conducta de éstas, observándose un bajo nivel de cohesión social, es decir, escasez de capital social, lo que se traduce, entre otros fenómenos, en la existencia de mayores dificultades para la circulación del capital financiero.

Figuerola (2002b) al presentar la teoría de la exclusión considera tres tipos de sociedades capitalistas, a las que denomina: épsilon, omega y sigma.

En la sociedad épsilon los trabajadores son homogéneos (tienen igual calificación laboral), el capital humano está igualmente distribuido entre todos los miembros de la sociedad, pero el capital físico está concentrado en un grupo social, funciona con desempleo y todos los trabajadores son excluidos del mercado de crédito y del mercado de seguros.

La sociedad omega presenta una característica adicional, es una sociedad superpoblada, por lo que además de trabajadores desempleados habrán trabajadores autoempleados (sector de subsistencia), por lo que la sociedad omega será más desigual que la sociedad épsilon.

La sociedad sigma presenta otra característica adicional, los individuos no son socialmente homogéneos, es decir presentan diferencias además de la dotación de activos físicos, en la dotación de activos políticos y culturales. Entonces se generan dos sectores de autoempleo: los trabajadores denominados X que quedan excluidos del mercado laboral, y los trabajadores denominados Z cuya única opción es autoemplearse. Obviamente, esta sociedad será más desigual que la sociedad omega.

La sociedad épsilon correspondería a las economías industrializadas (primer mundo), la sociedad omega a economías del tercer mundo más o menos homogéneas, y la sociedad sigma a economías del tercer mundo bastante heterogéneas (sociedades multiétnicas y multiculturales).

En el presente Trabajo de Investigación el término Mercados Imperfectos está referido a un mercado del tercer mundo (en este caso el mercado peruano) que se caracteriza por la concentración del capital (estructura oligopólica), que en la

definición de Ordoñez y Sousa (2003) corresponde a Mercados Ficticios, y de acuerdo a Figueroa (2002b) constituye una sociedad sigma.

Adicionalmente, es importante considerar la definición de “Mercados Incompletos” en la literatura económica. Stiglitz (2003) señala que los mercados incompletos se presentan cuando los mercados privados no suministran un bien o un servicio, aún cuando el coste de suministrarlo sea inferior a lo que los consumidores están dispuestos a pagar. Es el caso de los mercados de capitales y de seguros, que son imperfectos debido a la innovación, los costos de transacción, y las asimetrías de la información y costos de velar por el cumplimiento de los contratos.

En los mercados de capitales, los prestamistas temen no recuperar su dinero, en particular en el caso de préstamos sin garantías, por lo que el Estado debe remediar este fallo de mercado, sin perder de vista que el Estado también estará por lo general menos informado que el prestatario. En este sentido, las operaciones doble contado plazo en la mesa de negociación de la BVL constituiría un mercado incompleto de no ser por la intervención del Estado (regulación a través de CONASEV).

### **1.2.3. Grupos Económicos**

Figueroa (2002b) señala que la organización industrial en el tercer mundo toma la forma de grupos económicos, y define un grupo económico como un grupo de familias que poseen un grupo de firmas en distintos sectores pero bajo un control empresarial y financiero común. Figueroa también señala que los grupos económicos constituyen la forma más eficiente en un contexto de mercados imperfectos. Los costos de transacción, así como las economías de escala, hacen que la organización de las firmas tome la forma de grupo, buscando transacciones intrafirmas del grupo antes que entrefirmas.

Según Figueroa, en una sociedad sigma, los capitalistas se organizan en grupos económicos como respuesta a un contexto de ausencia de mercados o de poco desarrollo de los mercados de factores productivos, por lo que la estructura industrial de la economía se compone de organizaciones multifirmas y multifamilias.

En su estudio sobre élites económicas, Figueroa (2002a) señala que las redes sociales protegen a los individuos contra posibles pérdidas que surgen de los riesgos

no asegurables, ésos que el mercado no puede asegurar debido al riesgo moral y a los problemas de selección adversa, incluyendo la protección contra las pérdidas importantes posibles, que podrían conducir a los individuos a la bancarrota o a cualquier otro desastre económico. Las redes sociales son otro mecanismo para la protección económica y social de la élite. Por lo tanto, el riesgo de un desastre económico y de la expulsión de la élite se reduce grandemente.

Figuerola también señala que las élites en asociación con los políticos, así como con industriales y banqueros extranjeros, pueden romper la nueva base en términos de contactos sociales que proporcionen el financiamiento, contratos, permisos, mercados, y nueva tecnología. Las redes sociales, como fuentes de información informales, son un recurso principal cuando los mercados son generalmente débiles y la información pública es escasa y no fiable.

Las redes de familiares y amigos representan la fuente principal de inteligencia empresarial. Las redes sociales se construyen sobre el intercambio mutuo y dependencia mutua, pues los participantes de las redes negocian favores y consolidan intereses mutuos. Tales redes se consolidan no sólo entre funcionarios del gobierno y de la compañía y amigos o parientes pero también se extiende entre las redes sociales del empresario, de conocidos de la escuela, de entretenimiento (esparcimiento, clubs, deportes), y del curso normal de las actividades del negocio.

El grupo de élites económicas es pequeño y sus organizaciones deben ser por lo tanto fuertes. La principal organización de firmas en Perú es la Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP) fundada en 1984, siendo su propósito básico operar como el vocero de la élite económica y proteger los intereses del grupo de la élite de las intervenciones indeseables del gobierno y de la presión de los trabajadores. Por supuesto, los miembros de la élite económica buscan individualmente acceder a quienes toman las decisiones de gobierno. Esta relación puede tomar muchas formas, incluso prácticas de corrupción.

Por su parte, Alcorta (1992) define el Nuevo Capital Financiero como un sistema de empresas industriales, comerciales y bancarias relacionadas. Las empresas afiliadas ('partes') operan en el interés del 'todo' y, como resultado, se obtienen 'ganancias sistémicas' o 'sinergias' que no están al alcance de empresas individuales. Las tres sinergias financieras más importantes son un aumento en la capacidad

financiera de las empresas miembros, un ahorro en impuestos y una reducción en el capital requerido para controlar a las empresas.

Señala que el Nuevo Capital Financiero es un método para obtener financiamiento, que permite a cada uno de sus miembros usar los recursos financieros de todo el grupo y no sólo los suyos propios ni los de su ‘banco’, mientras al mismo tiempo les permite utilizar los canales que pueden beneficiar al ‘todo’, claramente a costa del Estado, los ahorristas y los accionistas minoritarios. Es un ‘mercado de capitales’, sólo que dirigido por el capitalista financiero.

Alcorta afirma que en conjunto, en lo que respecta a financiamiento, parecería que los grupos están organizados como un sistema basado en unos pocos bancos y empresas monopólicas que proveen los fondos, y otro grupo de empresas pequeñas y más jóvenes que usan esos fondos para expandirse. También señala que para el propietario lo más importante es cómo financiar la expansión sin perder el control, lo que le lleva a usar el máximo posible de dinero ajeno y el mínimo del propio, es decir trata que otras familias y ahorristas paguen por el proyecto que tiene en mente, al mismo tiempo que asumen el riesgo de quiebra.

#### **1.2.4. Competencia con el Mercado Bancario**

##### **Mercados Financieros**

Los mercados financieros, donde se intercambian activos financieros<sup>10</sup>, tiene como funciones económicas: mejorar el proceso de fijación del precio, aumentar la liquidez y reducir el costo de transacción (Fabozzi, Modigliani y Ferri, 1996). Según el nivel de intermediación los mercados financieros se clasifican en mercados de intermediación directa e indirecta. En el primero el intercambio de activos financieros se produce entre los demandantes últimos de financiación y los oferentes últimos de ahorro, mientras en el mercado de intermediación indirecta, uno de los participantes, el comprador o el vendedor, es un intermediario financiero, es decir, una empresa que demanda financiación para volver a prestar (Grados, Chávez y Zuñiga, 1994).

---

<sup>10</sup> Los activos financieros tienen dos funciones económicas: la transferencia de fondos de agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios para invertirlos en activos tangibles, y transferir los fondos en forma tal que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos.

En el mercado peruano la intermediación indirecta se realiza fundamentalmente a través del sistema bancario, mientras la intermediación directa se realiza a través del mercado de valores (bursátil y extrabursátil).

### **Competencia con Mercado Indirecto**

La liberalización financiera a inicios de los 90's fue concebida sustancialmente como la eliminación de los topes a la tasa de interés y la promoción de la libre competencia entre bancos (Cáceres y Nagamine, 1991).

Entre los factores determinantes del costo del crédito (Tasa Activa), Marthans (1994) señala como factor de suma importancia a las posibilidades de competencia que surjan de la intermediación directa que presionen al sistema bancario a ofrecer costos de crédito competitivos. En este sentido, la modificación del Decreto Legislativo N° 861 Ley del Mercado de Valores efectuada en octubre de 1996 habría buscado propiciar esta competencia, al señalar en uno de sus considerandos que el mercado de valores constituye una alternativa de financiamiento adicional a las actividades de intermediación financiera indirecta realizada por los bancos.

Sin embargo, como observa Marthans (1997), la Tasa Activa en Moneda Extranjera para el período 1994-97 presenta una leve tendencia al alza (Ver Gráfico 4 en 1.1.1. Antecedentes), ni los márgenes netos en dólares han reflejado contracción. Una probable respuesta sería que las operaciones de doble contado plazo (mercado de intermediación directa) no se han constituido en un mecanismo alternativo de financiamiento que incida a la baja de las tasas de interés activa del sistema bancario, debido a la estructura oligopólica que presenta la industria bancaria, y a que los volúmenes de las operaciones en la Mesa de Negociación son poco significantes.

### **1.2.5. Efecto en el Costo Financiero**

#### **Tasa Activa Relevante**

Durante el período 1997-98, materia del presente Trabajo de Investigación, la economía peruana presenta un alto grado de dolarización, aumentando el coeficiente dolarización de la liquidez del sistema bancario de 65% a 69%, mientras el crédito en moneda extranjera pasó de 75% a 80% del volumen total de colocaciones. Es decir,

el costo financiero del sistema bancario está reflejado a través de la Tasa Activa en Moneda Extranjera (TAMEX).

Por su parte, las operaciones de financiamiento en la mesa de negociación representan el 35% y 23% de la liquidez del sistema financiero durante 1997 y 1998, respectivamente. La BVL estableció la Mesa de Negociación con el fin de organizar el mercado extrabursátil y facilitar las transacciones con valores que no se negocian en Rueda de Bolsa (Grados et al., 1994).

En la Mesa de Negociación, que se ha caracterizado por ser principalmente un mercado de corto plazo, hay 3 tipos de operaciones: las operaciones al contado, las operaciones doble contado plazo y las operaciones de reporte, las que durante 1997 y 1998 representaron el 89%, 8% y 3% del monto total negociado en la Mesa de Negociación, respectivamente.

Cuadro 2

Montos Negociados en la Mesa de Negociación  
Período 1998 - 1997  
En Millones de Nuevos Soles

Segmento	1998	1997 (1)	Var (%)
Operaciones al Contado	8,745.43	13,578.11	-35.59%
Operaciones Doble Contado Plazo	816.43	1,233.45	-33.81%
Operaciones de Reporte	239.18	477.22	-49.88%
Total	9,801.03	15,288.78	-35.89%

(1) Cifras a precios de 1998

Elaboración Propia

Fuente: CONASEV

En las operaciones al contado se negocian certificados de depósitos, bonos, letras hipotecarias y papeles comerciales, es decir acceden a financiamiento (tomadores de fondos) instituciones financieras, las grandes corporaciones y las empresas no financieras que cuentan con letras avaladas o afianzadas por alguna institución financiera.

Las operaciones de reporte consisten en un préstamo garantizado con valores del prestatario, es decir el tomador de fondos debe contar con valores de renta

variable (acciones) o valores representativos de deuda (bonos, certificados de depósitos) para acceder a este financiamiento.

Por su parte, las operaciones doble contado plazo constituyen préstamos garantizados con letras simples, avaladas o afianzadas, con una suerte de garantía del intermediario bursátil (Sociedad Agente de Bolsa), ya que en el caso de no pagarse la letra, el intermediario queda suspendido automáticamente. Las operaciones doble contado plazo en moneda extranjera son las más representativas del total de operaciones<sup>11</sup>, tal como sucede en la rueda de bolsa para las operaciones de reporte en moneda extranjera que representan el 96% durante 1997.

En ese sentido, debemos identificar el tipo de tasa de interés relevante para las operaciones doble contado plazo en la mesa de negociación y la tasa activa del sistema bancario que compite con este segmento de mercado. En la medida que las operaciones doble contado plazo se efectúan fundamentalmente en moneda extranjera y por períodos de corto plazo, y los tomadores de fondos son empresas no corporativas, la tasa relevante del sistema bancario corresponde a la Tasa Activa en Moneda Extranjera para préstamos a corto plazo (menores a 360 días) para el segmento de la mediana y pequeña empresa.

### **Efecto en el Costo Financiero**

Una vez identificada la tasa activa relevante de acuerdo a la segmentación de mercado, el costo financiero para fines del Trabajo de Investigación se define como la tasa de interés activa, es decir se considera no significativo el efecto de las comisiones y cobros adicionales que efectúan los bancos para el segmento de la pequeña y mediana empresa, por lo que no se considera el concepto de Costo Efectivo del Crédito.

Tal como señala Soto (2006), el efecto de las comisiones es significativo en los préstamos de consumo y para microempresas, ya que ante montos prestados relativamente pequeños, las comisiones llegan a representar una proporción importante del crédito. Como la tasa de interés identificada como relevante no

---

<sup>11</sup> Según la nota 13 a los estados financieros consolidados auditados al 31.12.1997 de Servicios de Primera S.A. y subsidiarias (Inversiones Eolo S.A. e Inmobiliaria Mar Abierto S.A.), mantienen responsabilidades indirectas ante terceros por la aceptación de letras. Del total de éstas, las operaciones en moneda extranjera representan el 89,60% del total.

corresponde a estos segmentos, resulta razonable considerar la tasa de interés como el costo financiero.

En teoría se espera que el aumento de las operaciones doble contado plazo en la mesa de negociación (financiamiento) constituya competencia al financiamiento bancario de corto plazo en moneda extranjera para las pequeñas y medianas empresas, que incida en la disminución de la tasa de interés (costo financiero).

El efecto esperado bajo un análisis estático, considera que los otros factores determinantes de la tasa de interés permanecen constantes, situación que no ocurre en la realidad, por lo que para evaluar este efecto bajo un análisis dinámico, es necesario considerar los componentes de la tasa de interés.

Mesía, Costa, Graham, Soto y Rabanal (2006) identifican 6 segmentos del mercado crediticio: corporativo, mediana empresa, pequeña empresa, microfinanzas, crédito de consumo y préstamos hipotecarios, y señalan que la tasa de interés es determinada para cada segmento por la agregación de los costos de fondeo, costos operativos, riesgo de crédito y la ganancia esperada, ésta última sujeta a modificaciones como consecuencia de la estructura de mercado.

Finalmente, la tasa de interés de mercado para cada segmento, determinará la cuantía de crédito a cada segmento, es decir los bancos definen el grado de racionamiento de crédito entre segmentos, con la finalidad de alcanzar la ganancia esperada.

### **1.2.6. Importancia de la Transparencia**

#### **Definición**

En términos simples Florini (1998) define la transparencia como lo contrario a secreto. El secreto significa ocultar deliberadamente sus acciones; la transparencia significa revelarlas deliberadamente. Este elemento de la voluntad propia hace la aceptación cada vez mayor de la transparencia que la entrega resignada a la impertinencia tecnológica facilitada por la era de la información. La transparencia es una opción, alentada por el cambio de actitudes sobre lo que constituye un comportamiento apropiado.



The Working Group on Transparency and Accountability (FMI, 1998) define la transparencia como un proceso por el cual la información sobre las condiciones preexistentes, las decisiones y las acciones se hacen accesibles, visibles y comprensibles. La transparencia contribuye a la asignación eficiente de recursos asegurándose de que los participantes del mercado tienen suficiente información para identificar riesgos y para distinguir una firma, o un país, bajo ciertas circunstancias, de otras. Por otra parte, la transparencia ayuda a informar sobre las expectativas del mercado, de tal modo que ayuda a estabilizar los mercados durante períodos de incertidumbre y también contribuye a la eficacia de políticas anunciadas.

Por su parte Tara y Kaufmann (1999) señalan que la transparencia describe el flujo creciente, oportuno y confiable de la información económica, social y política; sobre el uso de los préstamos de los inversionistas privados y la capacidad acreedora de los prestatarios; sobre el suministro de los servicios gubernamentales, la política monetaria y fiscal; así como sobre las actividades de las instituciones internacionales.

Para Borgia (2005) la transparencia, según lo definido actualmente, está dejando que la verdad esté disponible para que otros vean si la eligen, o quizás piensan mirarla, o tienen el tiempo, los medios y la habilidad para mirar. Esto implica una posición pasiva de parte de la corporación considerada. En un contexto público más amplio de hoy, sin embargo, la transparencia está adquiriendo un completo nuevo significado: acceso activo. La transparencia vieja (siendo abierto y directo, si cualquier persona la pide por casualidad) ha llevado a una nueva transparencia, más activa en llamar la atención de los hechos, voluntarios e involuntarios. Es decir el nuevo concepto de transparencia incluye la acción o el movimiento, poniendo nuevas responsabilidades en la corporación.

En el presente Trabajo de Investigación tomamos la definición señalada por CONASEV: Transparencia, en su más vasta acepción, implica un permanente y fidedigno suministro de información relevante para la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores, por parte de quienes actúan en él.

### **Importancia**

La transparencia entendida como el permanente y fidedigno suministro de información relevante para la toma de decisiones de inversión, implica identificar y

minimizar los conflictos de intereses producidos por los problemas de información asimétrica (problemas de selección adversa y de riesgo moral). En ese sentido, Mishkin (2003) señala que el buen funcionamiento de los mercados financieros en su función económica esencial de canalizar los fondos de los individuos y de las firmas que carecen de oportunidades de inversión productivas a los que tienen tales oportunidades, contribuyen a una producción y eficiencia mayores. Y la información fidedigna es la llave de esta función.

Para Crockett, Harris, Mishkin y White (2003) los conflictos de intereses presentan un problema para el sistema financiero cuando llevan a una seria disminución de los flujos de información, haciendo más difícil para el sistema financiero asignar el crédito a las oportunidades de inversión más productivas, disminuyendo la eficiencia de los mercados financieros y de la economía en general.

La importancia de una mayor transparencia radica en el efecto sobre la disminución del costo de capital, tal como afirma Goldberg (2002):

*(...) el beneficio económico y social a mediano y largo plazo excederá el costo correspondiente al lograrse economías a escala que reduzcan el factor de riesgo sistemático y a la vez, disminuyan el costo de capital para los demandantes de recursos vis-à-vis costos de financiamiento y monitoreo menores para instituciones financieras. (pp. 6-7)*

Adicionalmente, la transparencia puede atraer inversión que fomenta el crecimiento (Florini, 1999).

Para Miguel Palomino, la importancia de la transparencia se traduce en la disminución del costo del capital según el enfoque del Gobierno Corporativo, es decir la estrategia competitiva de largo plazo más importante de una empresa es minimizar su costo de capital (presentación en “Seminario Internacional sobre Gobierno Corporativo”, organizado por CONASEV, 31 de marzo de 2005).

### **1.2.7. Estudios sobre Transparencia respecto al Mercado de Valores**

La transparencia definida como el suministro permanente y fidedigno de información relevante para la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores, ha sido materia de estudio. Así, tenemos los documentos de trabajo titulados “Transparent and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with

Informed Trading” (Pagano y Roell, 1996), Market Transparency: Who Wins and Who Loses? (Bloomfield y O’Hara, 1999), “Can transparent markets survive?” (Bloomfield y O’Hara, 2000), “Transparency on Secondary Markets” (Sabatini y Tarola, 2002), “Transparencia y Principio de Mejor Ejecución” (Alonso y Sastre, 2003), y “Should Securities Markets Be Transparent? (Madhavan, Porter y Weaver, 2005), entre los más importantes.

Pagano y Roell (1996) encuentran que una mayor transparencia genera costos de negociación más bajos para los inversionistas no informados, en promedio, beneficiándose de la transparencia de la pre-negociación y por lo tanto aumenta la liquidez del mercado. Madhavan et al. (2005) concluyen que una mayor transparencia no mejora la calidad del mercado, aumentan los costos de transacción y disminuye la liquidez porque los inversionistas con ordenes límite son renuentes a ofrecer opciones libres a otros inversionistas.

Por su parte, Bloomfield y O’Hara (1999) encuentran que la exposición de la negociación introduce efectos de bienestar en el mercado, beneficiando a los hacedores de mercado a expensas de la liquidez de los inversionistas, es decir la eficiencia informativa del mercado se logra a expensas de la mayor ineficacia transaccional. Posteriormente (2000), sostienen que los inversionistas gravitarán a los mercados con mejores márgenes, y ese comportamiento proporciona la base para el mayor éxito de lugares menos transparentes con respecto a mercados transparentes, sugiriendo que los mercados transparentes funcionan en desventaja a los de baja transparencia en gran parte porque los mercados transparentes hacen frente a una desventaja informativa. Es decir, la capacidad de los operadores del mercado menos transparente de conocer su propia negociación tan bien como la de los inversionistas del mercado transparente induce un tipo de problema de free-riding. Naturalmente, este incentivo puede llevar a una falta de mercados transparentes para proporcionar un lugar competitivo.

Sabatini y Tarola (2002) revisan la más reciente literatura sobre la influencia de la transparencia en el proceso de negociación y la performance del mercado.

Alonso y Sastre (2003) revisan algunos elementos clave para determinar la transparencia y eficiencia de los mercados de valores, concluyendo que el nivel óptimo de transparencia varía según el tipo de mercado y los sistemas de

negociación. Así, encuentran cierto consenso que en la pre-negociación (pretransparencia) la difusión del libro de órdenes es esencial para que los inversionistas conozcan la situación del mercado, y hay consenso que en la negociación (postransparencia) se difunda la información sobre operaciones cruzadas en tiempo real, siendo posible un cierto retraso para operaciones de volumen significativo, en particular si corresponden a posiciones de creadores de mercado. Finalmente, señalan que la fragmentación de la negociación comporta también una fragmentación de la información, siendo la consolidación de la información un objetivo prioritario.

### **1.2.8. Estudios sobre Transparencia del Banco Mundial**

Los estudios del Banco Mundial referidos a la corrupción, la gobernabilidad y la captura del Estado tratan sobre la transparencia como uno de los elementos importantes para hacer frente a estos problemas. Entre los documentos de trabajo más importantes tenemos “La Pirámide Financiera MMM” (Kaufmann, 1998), “Towards Transparency in Finance and Governance” (Vishwanath y Kaufmann, 1999), “Measuring Governance, Corruption and State Capture” (Hellman, Jones, Kaufmann y Schankerman, 2000), “Capture al Estado, Capture el día” (Hellman, Jones y Kaufmann, 2000), y “Corrupción y Reforma Institucional: el poder de la evidencia empírica” (Kaufmann, 2000).

Mehrez y Kaufmann en su trabajo “Transparency, Liberalization and Financial Crises” (1999) investigan el efecto de la liberalización financiera sobre la probabilidad de ocurrencia de crisis bancarias en economías con pobre transparencia y encuentran que la probabilidad de una crisis bancaria es más alta en el siguiente período de liberalización financiera. Para incluir la variable “Transparencia” en el modelo utilizan una variable dummy en base a un índice de corrupción que toma valores de 0 a 6 (de menor a mayor corrupción), donde la variable dummy toma el valor de “1” si el índice de corrupción es igual o mayor a 3, y el valor de “0” si es menor a 3, en combinación con el tamaño del crédito del sector público (cociente crédito del sector público sobre el total de créditos domésticos), si el cociente es mayor a 0,5 se define como sector público grande, caso contrario como sector público pequeño.

La transparencia es pobre cuando el país es corrupto (dummy “1”) y tiene un sector público grande (cociente mayor a 0,5), es media cuando el país es corrupto (dummy “1”) y tiene un sector público pequeño (cociente menor a 0,5) o cuando no es corrupto (dummy “0”) pero tiene un sector público grande (cociente mayor a 0,5), y es buena cuando el país no es corrupto (dummy “0”) y tiene un sector público pequeño (cociente menor a 0,5).

### **1.2.9. Otros Estudios sobre Transparencia**

La transparencia vista como un problema de riesgo moral ha sido materia de los siguientes documentos de trabajo “Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and the ‘Overlending Syndrome’” (Levy, 1999), “Riesgo moral ¿Alimenta el financiamiento del FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas?” (Lane y Phillips, 2002), “Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets” (Kamin, 2002), y “Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test” (Dell’Ariccia, Schnabel y Zettelmeyer, 2002).

Entre otros estudios que abordan la transparencia, destacan “The End of Secrecy” (Florini, 1998), “Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of Transparency” (Florini, 1999), “Agency Problems in the Solutions of Banking Crises” (Sanhueza, 2002), “Transparency and International Investor Behaviour” (Gelos y Wei, 2002), “Is Transparency Good For You and Can the IMF Help?” (Glennerster y Shin, 2003), y “Policy Remedies for Conflicts of Interest in the Financial System” (Mishkin, 2003).

Florini (1998) sostiene que la Transparencia proporciona la base para un sistema de gobierno transnacional superiormente democrático basado en la fuerza de la sociedad civil global.

Sanhueza (2002) encuentra que durante la crisis bancaria chilena de los ochenta los bancos con deuda subordinada rescatados tuvieron más altos niveles de riesgo y fueron menos eficientes.

Gelos y Wei (2002) encuentran que los fondos de acciones de mercados emergentes mantienen pocos activos en países menos transparentes.

Entre las recomendaciones de política que identifica Mishkin (2003), destacan (a) el aumento de la supervisión, en particular de los supervisores del mercado de

valores, y (b) el aumento de recursos adecuados a los supervisores, señalando que la supervisión se ha debilitado cuando los supervisores fueron privados de recursos.

### **1.3. Hipótesis**

- ✓ El nivel de transparencia, en un mercado imperfecto como el peruano, se explica en el corto plazo por la disminución del costo financiero de operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación.
- ✓ El costo financiero de las operaciones de financiamiento doble contado plazo en la Mesa de Negociación, y en consecuencia el nivel de transparencia, se explica por los indicadores financieros de liquidez, apalancamiento y rentabilidad que se obtienen de la información financiera de las empresas giradoras de las letras de cambio negociadas en la Mesa de Negociación (tomadoras de fondos).
- ✓ Ante un mayor nivel liquidez y un bajo nivel de apalancamiento (se espera un menor nivel de riesgo de la empresa tomadora de fondos) los inversionistas pueden exigir una menor tasa de retorno (menor costo de financiamiento para la empresa tomadora de fondos).
- ✓ Ante un bajo nivel de rentabilidad (se espera un mayor nivel de riesgo de la empresa tomadora de fondos) los inversionistas pueden exigir una mayor tasa de retorno (mayor costo de financiamiento para la empresa tomadora de fondos).
- ✓ La falta de revelación de la vinculación de la sociedad agente de bolsa (intermediario) con las empresas que participan como giradoras y aceptantes de las letras negociadas en la Mesa de Negociación bajo la modalidad doble contado plazo no ha permitido que los inversionistas internalicen esta información y exijan una mayor tasa de retorno (mayor costo de financiamiento para la empresa tomadora de fondos).
- ✓ La regulación de estas operaciones por parte del ente rector del Mercado de Valores (CONASEV) hace que los inversionistas asuman que la información financiera es transparente y que hay una eficiente supervisión.

### **1.4. Objetivos**

#### **Generales**

- ✓ Determinar los factores determinantes el Nivel de Transparencia de las operaciones doble contado plazo en la Mesa de Negociación, en un mercado imperfecto como el peruano.

### **Específicos**

- ✓ Demostrar que los indicadores financieros de liquidez, apalancamiento y rentabilidad determinan el costo de financiamiento para la empresa tomadora de fondos.
- ✓ Demostrar la falta de transparencia en la información financiera de las empresas tomadoras de fondos en la Mesa de Negociación respecto de la vinculación con las empresas aceptantes de las letras y con la sociedad agente de bolsa (intermediario).
- ✓ Demostrar la discrecionalidad supervisora de CONASEV, y los potenciales conflictos de intereses de los miembros del directorio, que son nombrados directamente por el MEF, que ha permitido que estas operaciones de financiamiento entre empresas vinculadas continúen, y que los inversionistas asuman que la supervisión de CONASEV garantiza la transparencia de la información financiera.
- ✓ Demostrar que el cumplimiento de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIFs), en particular de la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) referida a Revelaciones sobre entes vinculados, ha sido parcial.
- ✓ Demostrar la subjetividad en la aplicación de la Norma Internacional de Auditoría (NIA) referida a Materialidad en Auditoría, la misma que se basa fundamentalmente en el juicio profesional del auditor externo.

## **1.5. Metodología**

En una economía de libre mercado, y por ende con un alto nivel de transparencia, la variable dependiente (Nivel de Transparencia) debe estar explicada fundamentalmente por las variables referidas a Liquidez, Apalancamiento y Rentabilidad, donde las dos primeras representan el riesgo y la última representa el rendimiento, de estos títulos transados en la Mesa de Negociación.

El Nivel de Transparencia de las operaciones en Mesa de Negociación, tiene una aproximación representativa en el diferencial del costo de financiamiento de corto plazo del sistema bancario respecto a las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación. Para el caso de mercados imperfectos, como el peruano, en el corto plazo se espera que el costo financiero bancario (descuento) no disminuya dada su estructura de mercado oligopólica, mientras que en el largo plazo y a medida que el volumen de operaciones de letras de doble contado plazo sea significativo se espera que el costo financiero bancario tienda a disminuir.

Además debe considerarse el grado de vinculación de las empresas que intervienen en este mercado. En la medida que esta vinculación sea pública (transparente para todos los agentes económicos), el rendimiento exigido por los inversionistas será mayor, debido a los costos asociados por asimetría en la información.

También es importante, en mercados de valores poco desarrollados, el grado de supervisión del organismo regulador (CONASEV), debido a que un grado adecuado de supervisión evita a los inversionistas incurrir en altos costos de monitoreo, por lo que en el caso de una supervisión laxa, el rendimiento exigido por los inversionistas será mayor.

### **1.5.1. El Modelo del Nivel de Transparencia y las Variables**

Como antecedentes de modelos sustentados en la Teoría de Agencia, tenemos el desarrollado por Marco Romo Rodríguez para el caso de la calidad de gestión de las Cooperativas de Ahorro y Crédito (“Efectividad de la Regulación Prudencial en la Calidad de Gestión de las COOPAC, el Caso Peruano” 2001), y el desarrollado por Sanhueza (2002) para el caso de la crisis bancaria chilena de los ochenta. Romo sostiene que la calidad de gestión de las cooperativas está directamente relacionada a un control adecuado de los riesgos provenientes del problema de agencia, y en menor medida a la capacidad técnica y moral de los directivos y funcionarios; mientras Sanhueza encuentra que los bancos con deuda subordinada rescatados tuvieron más altos niveles de riesgo y fueron menos eficientes.

El modelo del Nivel de Transparencia está expresado por la siguiente función:



Nivel de Transparencia = f [Liquidez L (+), Apalancamiento S (-), Rentabilidad R de Operaciones en (+), Participación de Empresas Vinculadas V (-), Mesa de Neg: A Discrecionalidad Supervisora de CONASEV Z (-), ...]

El nivel de transparencia es la variable dependiente y la representamos como “A”.

**A: El Nivel de Transparencia de las operaciones en Mesa de Negociación**, tiene una aproximación representativa en el diferencial del costo de financiamiento de corto plazo del sistema bancario respecto a las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación:  $A = K_b - K_m$

Donde:

$K_b$ : Costo financiero de préstamos bancarios (descuentos) de corto plazo.

$K_m$ : Costo financiero de operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación.

Cuando “A” aumenta, dado el costo de préstamo bancario constante, se reflejará una mayor transparencia de las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación, en la medida que permite a los tomadores de fondos obtener menores tasas de financiamiento de corto plazo respecto a sus similares del sistema bancario, mientras que una disminución de “A” significará la exigencia de parte de los inversionistas de una mayor tasa de rendimiento producto de una menor transparencia. En general  $K_b > K_m$ , por lo tanto “A” adoptará un valor positivo (+).

**Liquidez (L).** Un mayor nivel de endeudamiento de corto plazo respecto a los activos corrientes aumenta la percepción del riesgo de los inversionistas e incrementa el costo del financiamiento. Se espera que esta variable tenga una relación directa respecto a la variable dependiente y en consecuencia registre un valor positivo (+). Es decir, un mayor ratio de liquidez genera una menor percepción de riesgo, y por tanto una menor tasa exigida por los inversionistas, y en consecuencia un mayor valor de “A”.

Una aproximación del nivel de riesgo de liquidez está determinada por la relación entre el total de activos corrientes y el total de pasivos de corto plazo, donde se incluye la deuda de operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación. Es decir, tomamos el ratio denominado de Liquidez Corriente.

$$L = AC / PC$$

Donde:

AC: Total de activos corrientes

PC: Total de pasivos corrientes

**Apalancamiento (S).** Un mayor nivel de apalancamiento aumenta la percepción del riesgo de los inversionistas e incrementa el costo del financiamiento. Se espera que esta variable tenga una relación inversa respecto a la variable dependiente y en consecuencia registre un valor negativo (-). Es decir, un mayor ratio de apalancamiento genera una mayor percepción de riesgo, y por tanto una mayor tasa exigida por los inversionistas, y consecuentemente un menor valor de “A”.

El ratio de apalancamiento tomado es la relación Deuda sobre Capital (D/C) definido como la relación entre el Pasivo Total sobre el Patrimonio Total.

$$S = D / C$$

Donde:

D: Deuda (Pasivo Total)

C: Capital (Patrimonio Total)

**Rentabilidad (R).** La mayor rentabilidad permite incrementar “A”. Se espera una relación directa con la variable dependiente, y en consecuencia un valor positivo (+).

El índice de rentabilidad tomado es la Rentabilidad sobre los Activos (ROA, por sus siglas en inglés: Return on Assets) definido como la relación entre la utilidad neta respecto al activo total.

$$R = U / AT$$

Donde:

U: Utilidad Neta

AT: Activo Total

**Participación de Empresas Vinculadas (V).** Las operaciones entre empresas vinculadas en la Mesa de Negociación incrementan el riesgo debido a la asimetría de la información, aumentando el costo del financiamiento, y en consecuencia disminuyendo el valor de “A”, siempre que los inversionistas tengan conocimiento de las mismas.

Se espera una relación inversa con la variable dependiente, y en consecuencia un valor negativo (-). Es decir, ante una mayor participación de operaciones entre empresas vinculadas se espera una disminución de “A”, en un contexto de transparencia de la información.

Una aproximación de esta variable es la participación en el volumen total negociado por las empresas identificadas como vinculadas en cada período.

$$V = EV / M$$

Donde:

EV: Volumen de negociación de las empresas identificadas como vinculadas

M: Volumen Total Negociado en el Mercado

**La Discrecionalidad Supervisora de CONASEV (Z).** Una eficiente supervisión significa una menor discreción de parte del regulador, conllevando a una mayor transparencia y a un menor riesgo de asimetría de la información para los inversionistas. Se espera una relación inversa con la variable dependiente, y en consecuencia un valor negativo (-). Es decir, ante una eficiente supervisión de parte del regulador se espera un incremento de “A”.

La variable Z es una variable cualitativa (Dummy), la que está definida de la siguiente forma: los períodos en los cuales CONASEV inicia la inspección referida a las operaciones de doble contado plazo en la mesa de negociación o una acción sancionadora tomarán el valor de 1, y para el resto de períodos tendrán el valor de cero.

En resumen, las variables del modelo se detallan en el siguiente cuadro:

Cuadro 3  
Operacionalización de las Variables

Variable	Definición Conceptual	Definición Operacional	Indicador
Transparencia (A)	Permanente y fidedigno suministro de información relevante para la toma de decisiones de inversión en el mercado de valores, por parte de quienes actúan en él.	Diferencial del costo de financiamiento de corto plazo del sistema bancario (Kb) respecto a las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación (Km).	$A = Kb - Km$
Liquidez (L)	Medida relativa sobre la capacidad de la empresa de	Relación entre el total de activos corrientes (AC) y el total de	$L = AC / PC$

	cumplir con sus deudas de corto plazo realizando sus activos de corto plazo.	pasivos de corto plazo (PC).	
Apalancamiento (S)	Medida relativa del nivel de endeudamiento de la empresa en relación a su patrimonio.	Relación Deuda sobre Capital (D/C) definido como la relación entre el Pasivo Total sobre el Patrimonio Total.	$S = D / C$
Rentabilidad (R)	Medida relativa de la capacidad de la empresa para generar utilidades en relación al uso del Activo Total.	Relación entre la Utilidad Neta (U) respecto al Activo Total (AT).	$R = U / AT$
Particip. de Emp. Vinculadas (V)	Las operaciones entre empresas vinculadas incrementan el riesgo debido a la asimetría de la información, aumentando el costo del financiamiento.	Participación en el volumen total negociado por las empresas identificadas como vinculadas (EV) respecto al Volumen Total Negociado en el Mercado (M).	$V = EV / M$
Discrecionalidad Supervisora de CONASEV (Z)	Una eficiente supervisión significa una menor discreción de parte del regulador, conllevando a una mayor transparencia y a un menor riesgo de asimetría de la información para los inversionistas.	Períodos en los cuales CONASEV inicia la inspección referida a las operaciones de doble contado plazo en la mesa de negociación o una acción sancionadora tomarán el valor de 1, y para el resto de períodos tendrán el valor de cero.	Z es una variable cualitativa (Dummy)

### 1.5.2. La Población y la Muestra

El Trabajo de Investigación se delimita a los años 1997 y 1998. Para este período se cuenta con información mensual de cada una de las variables determinadas en el modelo. Es importante señalar que sólo se cuenta con información estadística de la tasa mensual de las operaciones doble contado-plazo para el período 1997-1998.

La población está constituida por la totalidad de operaciones de letras doble contado plazo en la Mesa de Negociación durante el período 1997-1998.

La muestra seleccionada está constituida por las operaciones efectuadas por las empresas del grupo Picasso Salinas a través de ARGOS, las mismas que son representativas del mercado (88,5% del total durante el período 1997-1998).

Se ha utilizado una regresión de mínimos cuadrados ordinarios ejecutado mediante el software Econometric View.

## **II. EL CASO ARGOS: OPERACIONES DOBLE CONTADO PLAZO EN LA MESA DE NEGOCIACIÓN**

### **2.1. El Nivel de Transparencia**

La transparencia del mercado de valores consta de dos principios básicos (a) transparencia de la información, y (b) transparencia de las operaciones. CONASEV, ente rector del Mercado de Valores, afirma que puede proteger a los inversionistas de las malas prácticas en el mercado, pero no puede garantizarles la obtención de ganancias<sup>12</sup>. La Transparencia está referida a la capacidad de un mercado para brindar al inversionista información veraz, oportuna, completa y económica, sobre los aspectos relevantes de las sociedades emisoras y de los valores por ellos emitidas<sup>13</sup>.

En nuestro mercado se han dado casos de transgresión notoria al principio de transparencia, algunos de ellos son los siguientes:

- ✓ El Trabajo de Investigación que nos ocupa referido al mecanismo de financiamiento de grupos empresariales a través de la Mesa de Negociación<sup>14</sup>.
- ✓ El caso de solicitud de insolvencia entre empresas vinculadas para perjudicar a terceros acreedores<sup>15</sup>.
- ✓ El caso de los trabajadores-socios de Agroindustrias San Jacinto que en 1996 habrían sido obligados a convertirse en socios como pago de sus beneficios sociales, y la posterior venta de sus acciones mediante contrato notarial sin pasar por una Oferta Pública de Adquisición.
- ✓ El caso de intercambio de acciones de la empresa Alicorp, donde las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) no habrían objetado la dilución de las acciones de los aportantes al Fondo de Pensiones.

---

<sup>12</sup> CONASEV Documento: “Lo que todo inversionista debe saber”

<sup>13</sup> CONASEV Documento: “Terminología Bursátil”

<sup>14</sup> Res. Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12

<sup>15</sup> Res. N° 079-97-TDC. Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual.

- ✓ El caso del intercambio de bonos soberanos, donde las AFP redujeron la rentabilidad del fondo y obtenían una ganancia a corto plazo.
- ✓ El caso de la compra de paquetes accionarios de la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Jhonston por parte de los grupos empresariales Polar, primero, y luego Bavaria y Cisneros, evitando la realización de una Oferta Pública de Adquisición (OPA), y que involucró a funcionarios de CONASEV.

Adicionalmente hay casos de falta de transparencia relacionados a procesos de privatización de empresas públicas, de fusiones que afectaron la participación de los accionistas minoritarios, de mal uso de fondos de empresas públicas, de revaluaciones voluntarias en determinadas empresas vinculadas para en una posterior fusión diluir la participación de los accionistas minoritarios, de salvatajes y rescates bancarios (Banco Latino), etc.

## **2.2. El Papel de CONASEV como Ente Regulador**

Con la apertura del mercado de valores a inicios de los 90's, el gobierno tuvo como objetivo primario fomentar la inversión privada mediante el ingreso de capitales, para luego de cinco años “percatarse” de lo relevante del principio de Transparencia en una economía de libre mercado, y fomentar la competencia con el sector bancario; constatándose que la secuencia de las reformas no fueron las óptimas, tema que no es materia del presente Trabajo de Investigación.

El Decreto Legislativo N° 755 minimizó la importancia del principio de transparencia, y sólo limitó su alcance al Registro Público de Valores e Intermediarios, a la obligación de informar, a la información reservada y al uso indebido de la información. Con la dación del Decreto Legislativo N° 861 se buscó fortalecer la transparencia del mercado con la inclusión en la norma de los principios generales de la Transparencia del Mercado, y detallando los casos de transgresión a la transparencia; sin embargo, no se acompañó un grado mayor de sanciones y una supervisión y control adecuados por parte de CONASEV.

El Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de CONASEV, Decreto Ley N° 26126 publicado el 30.12.92, en su artículo 2°, determina entre sus funciones las siguientes:

- ✓ Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en ellos y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos.
- ✓ Controlar el cumplimiento de la normatividad contable por las personas naturales o jurídicas a las que supervisa, reglamentando la presentación de sus estados financieros.
- ✓ Vigilar la actuación de las sociedades auditoras designadas por las personas naturales o jurídicas sometidas a su supervisión, impartirles normas sobre sus dictámenes y requerirles cualquier información o antecedentes relativos al cumplimiento de sus funciones.

CONASEV tiene las facultades para detectar y evitar esta falta de transparencia notoria que se presentó en las operaciones doble contado plazo en la mesa de negociación, especialmente a través de ARGOS. La incapacidad de CONASEV para prevenir esta transgresión al principio de transparencia se explica, en parte, por la prioridad que dio el ente regulador a la adecuación del marco legal que acompañara el crecimiento del mercado de valores en la primera mitad de los 90's por la entrada importante de capitales, facilitando los requisitos para la constitución de sociedades agentes de bolsa por ejemplo, entre ellos la reducción del capital mínimo exigido, y por otro lado, relajando su función supervisora. Adicionalmente, en diciembre de 1992 asume las funciones de control de las cooperativas, excepto las de ahorro y crédito, ante la disolución y liquidación del Instituto Nacional de Cooperativas (INCOOP).

La primera mitad de los 90's el ente regulador se dedicó a normar y promover el mercado de valores. Dado que la función supervisora de CONASEV habría quedado a segundo plano, en las reestructuraciones de personal que había tenido el ente rector, se prescindió en gran medida de los servicios de auditores (equipos de inspección) quedando reducida la capacidad de supervisión de CONASEV.

En 1996 CONASEV convoca a concurso para la contratación de auditores y retoma un mayor grado de supervisión en el mercado de valores, es cuando se reinician las supervisiones a las sociedades agentes de bolsa y a las sociedades de auditoría, determinándose incumplimientos a la normatividad vigente, y ante una

disminución del volumen de operaciones en el mercado de valores, el cierre de las sociedades agentes de bolsa era inevitable<sup>16</sup>.

Sin embargo, durante 1997 las acciones de control disminuyeron dando mayor énfasis a la normatividad y promoción<sup>17</sup>. En 1998 la reestructuración de CONASEV significó una importante reducción de personal, en especial de profesionales que realizaban labores de inspección (supervisión extra-situ). La Memoria de 1998 de CONASEV señala que en febrero de 1998, se realizó un programa de racionalización, el mismo que contempló la renuncia con incentivos de 82 trabajadores. Así de un total de 269 trabajadores a fines de 1997 pasó a tener un total de 192 trabajadores a fines de 1998.

Respecto a la capacitación y experiencia profesional del personal encargado de las labores de supervisión de CONASEV, se puede afirmar que contaban con la capacitación adecuada, sin embargo no contaban con mayor experiencia respecto a las malas prácticas efectuadas en los mercados financieros debido a que no habían tenido experiencia profesional en instituciones financieras y a que los auditores con mayor experiencia fueron despedidos<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> En ese sentido, la Memoria de 1996 de CONASEV señala que ha orientado sus esfuerzos hacia la creación de un marco normativo eficiente, y sobre todo ha destinado importantes recursos económicos y humanos en ejercer un mayor control sobre los diversos partícipes del mercado, y respecto a las acciones de control indica que se dispuso la realización de 44 inspecciones, de las cuales 32 se efectuaron a agentes de intermediación (Sociedades Agentes de Bolsa). De similar forma la Memoria de 1996 de la SBS señala que durante 1996 la política preventiva de la SBS propició mayor énfasis en una evaluación “in situ” de las entidades financieras.

<sup>17</sup> La Memoria de 1997 de CONASEV señala que desde finales de 1996 y durante todo el año 1997, parte importante de los recursos humanos y financieros de la institución se han orientado a la elaboración de los reglamentos de la Ley de Mercado de Valores y Ley de Fondos de Inversión, en base a los principios de autorregulación y transparencia. Así, CONASEV señala que en el ejercicio de sus atribuciones puede compartir responsabilidades con el sector privado a través de la autorregulación, y respecto a las acciones de control se limitó a realizar inspecciones en pro de que la información anual o trimestral presentada por las empresas inscritas en el Registro Público de Mercado de Valores sea suficiente y veraz (empresas emisoras y empresas clasificadoras de riesgo), es decir no se efectuaron inspecciones a agentes de intermediación (Sociedades Agentes de Bolsa). Por otro lado, la Memoria de 1997 de la SBS señala que durante 1997 se realizaron 72 visitas de inspección a empresas bancarias (en 1996 se realizaron 91 visitas), y destaca el desarrollo de los lineamientos básicos relacionados a supervisión consolidada y los conceptos de vinculación y grupo económico y la supervisión de conglomerados financieros y mixtos, basado en la necesidad de identificar y administrar riesgos como la falta de transparencia de información por el hecho de ver sólo la información financiera del banco, sin tener en cuenta la de otras empresas a ella vinculadas.

<sup>18</sup> En el mismo sentido, respecto a la SBS, Carlos Paredes (jefe del gabinete de asesores del MEF durante la gestión de Víctor Joy Way) señala que cuando tuvo que interactuar con la SBS, diría que la actitud no fue complaciente, pero sí había una débil capacidad. Recuerda que cuando se produjo un incidente con un banco y veía que el grupo que podría intervenir el banco estaba formado por profesionales muy capacitados y muy bien entrenados, pero profesionales tal vez con un promedio de



En resumen, la función supervisora de CONASEV fue reducida, por lo menos en la primera mitad de los 90's, y luego fue tardía porque no previno la transgresión al principio de transparencia, y prácticamente se limitó a certificarlos. Además de los probables conflictos de intereses y de riesgo moral, en el sentido que el grupo económico, que realizaba estas operaciones en la Mesa de Negociación, habría mantenido vínculos importantes con el gobierno, constituyéndose en la garantía implícita que el organismo supervisor no iba a interrumpir este tipo de operaciones.

## **2.3. El Grupo Picasso Salinas**

### **El Grupo Picasso**

El Grupo Picasso tiene sus inicios con Giuseppe Picasso Ansaldo (inmigrante italiano), quien se establece en Ica y funda la casa comercial “M. Picasso y Hermanos” y posteriormente efectúa diversos denuncios mineros en la sierra de Huancavelica, para luego adquirir tierras en el valle de Ica que los dedica a la producción de algodón y viñedos. Se casó con Rosa Mena y tuvieron dos hijos: Juan Alfredo y María Antonieta Picasso Mena.

Juan Picasso Mena se casó con Margarita Perata y tuvieron nueve hijos, entre ellos: José, Guillermo, Jorge y Luis Picasso Perata. Según Malpica (1989) el grupo familiar Picasso era propietario de 5.925 Has., en el directorio de la Sociedad Nacional Agraria estaban representados por Jorge y Luis Picasso Perata, y a partir de las minas de Castrovirreyna y de la bodega de viñedos diversifican sus inversiones constituyéndose en uno de los grupos económicos más importantes del país.

A la muerte de Juan Picasso Mena, Luis junto a su hermano mayor, José, asumen el manejo de la Corporación Minera Castrovirreyna, cuyo yacimiento se encuentra en Huancavelica. Luis Picasso Perata, el más rico y jefe del clan según Malpica (1989), también participó en la Compañía Minera Milpo y se desempeñó como Presidente de la Sociedad de Minería y Petróleo entre 1980 y 1984.

---

edad de 30 años y ninguno había trabajado en bancos, ninguno sabía cómo se hacen las vivezas y como se le saca la vuelta a las leyes. Eso es un problema, porque acá sí hubo malas prácticas de banqueros, sin duda. (Congreso de la República, Sesión del 12/04/2002 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones). Por su parte, Ugarteche (2004) afirma que la SBS despidió a sus viejos y experimentados funcionarios, y que la SBS no supervisaba con prolijidad.

A fines de 1986 las principales inversiones del Grupo Picasso, además de la casa comercial, son: Compañía Industrial San Antonio S.A., Corporación Minera Castrovirreyna S.A., Compañía Minera Alianza S.A., Bodegas Vista Alegre S.A., Compañía Hotelera del Sur S.A., Inversiones El Progreso S.A., y el Banco Latino de Fomento a la Construcción S.A.

Mientras que participa como inversionista minoritario en el Banco Wiese Ltda., Compañía Internacional de Seguros del Perú S.A., e Inversiones Nacionales de Turismo S.A., entre las más importantes.

Según Flint (1999) varios grupos agricultores pudieron transformarse en industriales (Grupo Romero) o financieros (Grupo Picasso) ante las reformas del gobierno militar de 1968. Por su parte Vásquez (2004) califica al Grupo Picasso como grupo económico emergente en su relación con el Grupo Wiese en 1989 y como mediano grupo económico en su relación con el Grupo Bentín hacia 1986.

Para entender las relaciones empresariales del Grupo Picasso con otros grupos económicos es necesario definir los principales grupos económicos que se originan en la tercera generación: la Corporación Minera Castrovirreyna, el Grupo Picasso Candamo y el Grupo Picasso Salinas.

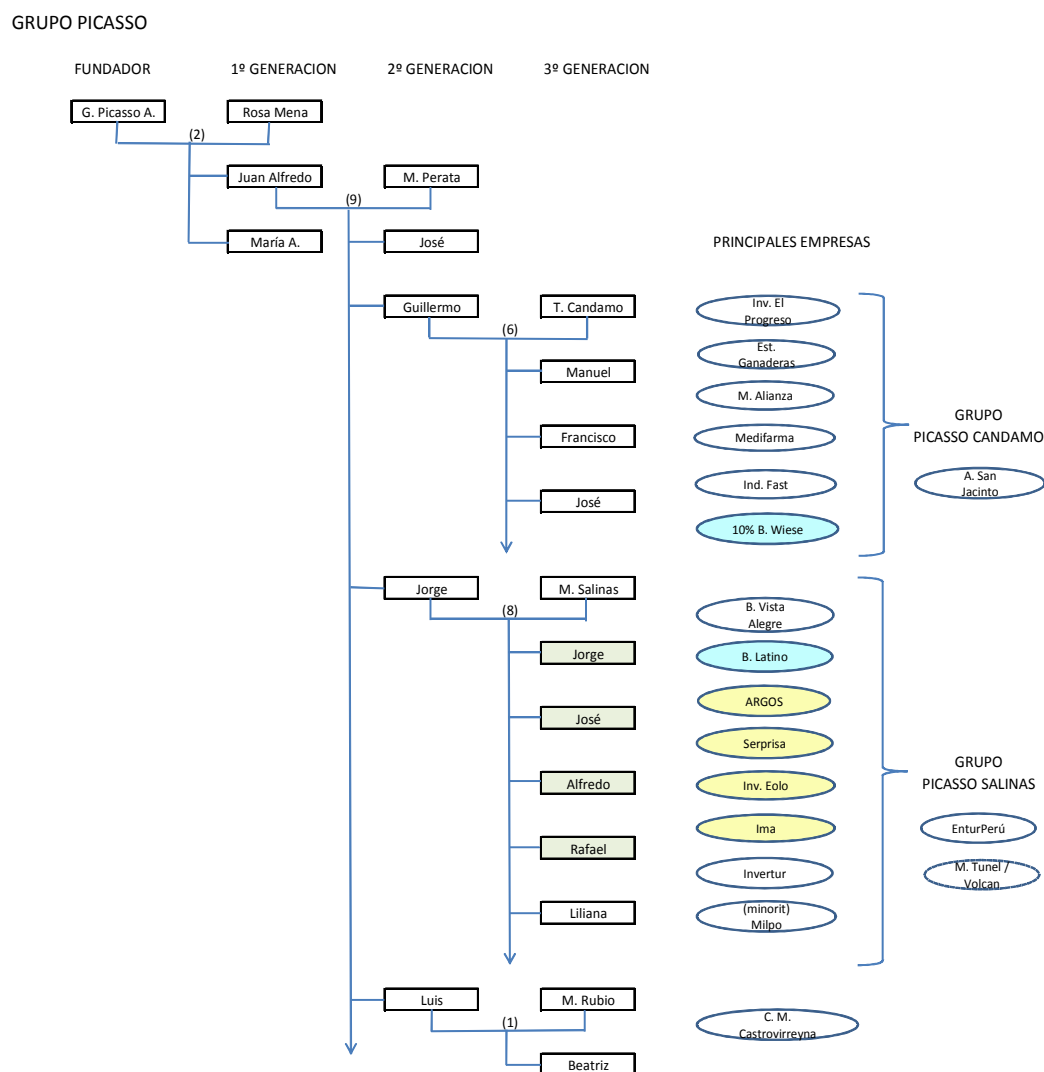
El Gráfico 7 muestra la conformación del Grupo Picasso y sus principales empresas.

### **Corporación Minera Castrovirreyna**

Luis Picasso Perata se casó con María Rubio y tuvieron una hija: Beatriz Picasso Rubio. Debido a que Luis Picasso no tuvo mayor descendencia, al grupo de sus inversiones se le denomina Corporación Minera Castrovirreyna.

A fines de 1986, entre sus principales accionistas tenemos a: Luis Picasso (58,4%) e Inversiones AG S.A. (32,9%). Luis Picasso Perata también tenía participación en Compañía Minera Alianza S.A. y su hermano Guillermo en Corporación Minera Castrovirreyna S.A., según señala Malpica, luego de un largo juicio Luis Picasso cede sus acciones en Compañía Minera Alianza S.A. a los herederos de su hermano Guillermo, a cambio de las que éste poseía en Corporación Minera Castrovirreyna S.A.

Gráfico 7



## El Grupo Picasso Candamo

Guillermo Picasso Perata se casó con Teresa Candamo y tuvieron seis hijos, entre ellos: Manuel, Francisco y José Martín Picasso Candamo.

A fines de 1986 mediante el holding Inversiones El Progreso S.A. controlan el 10% del capital social del Banco Wiese, representándolos en el directorio Francisco Picasso Candamo, y la mayoría de acciones de Compañía Minera Alianza S.A. (Malpica, 1989).

En 1995 el grupo Picasso Candamo logró ventas por USD 106,7 millones (Perú Report 1995) destacando Medifarma S.A. (división farmacéutica), Estancias Ganaderas Asociadas S.A. (división lácteos), Industrias Fast S.A. (división pinturas), Cremino S.A. (división golosinas), Nacional Mercantil S.A. - Namesa (empresa distribuidora del grupo que absorbió a Codina S.A.), Compañía de Pilas y Linternas S.A. y Compañía Minera Alianza S.A.

Las adquisiciones realizadas por Medifarma (compra de marcas y licencias) la llevó a colocar en el mercado local bonos corporativos por S/.18,5 millones con el objeto de reestructurar sus deudas. En 1996 tres de las empresas del grupo registraron importantes pérdidas: Namesa (USD -1,3 millones), Compañía de Pilas y Linternas S.A. (USD -1,7 millones) y Cremino S.A. (USD -1,6 millones). Una de las decisiones más importantes del grupo en 1996 fue la adquisición de Agro Industrias San Jacinto S.A.A.

### **El Grupo Picasso Salinas**

Jorge Picasso Perata se casó con Margarita Salinas y tuvieron ocho hijos, entre ellos: Jorge, José, Jaime, Alfredo, Liliana y Rafael Picasso Salinas.

Según la página web de Bodegas Vista Alegre, el señor Jorge Picasso Perata se dedicó personalmente a la administración del fundo agrícola, fue presidente de la Cámara de Comercio de Ica, Sociedad Nacional Agraria, del Centro Social de Ica y de la Confederación Nacional de Comerciantes (CONACO), y desempeñó importantes cargos en el Rotary Club Internacional. Sus hijos Jorge y Alfredo Picasso Salinas dirigen la bodega.

A fines de 1986 sus principales inversiones son Bodegas Vista Alegre S.A., Compañía Hotelera del Sur S.A. y el Banco Latino de Fomento a la Construcción S.A., y participa como grupo minoritario en Compañía Manufacturera de Vidrios del Perú S.A., Compañía Minera Milpo S.A., Castrovirreyna Compañía Minera S.A. e Inversiones Nacionales de Turismo S.A. del grupo Brescia. Adicionalmente, los hermanos José y Jaime Picasso Salinas son Agentes de Bolsa Asociados en la Bolsa de Valores de Lima (Malpica, 1989). Como señala Durand (1996) los Picasso tienen una de las dos más grandes productoras de vinos e incursionan en el sistema financiero con el Banco Latino.

El Banco Latino de Fomento a la Construcción S.A. se constituyó en diciembre de 1981, siendo sus principales accionistas los grupos Picasso Salinas, Perelman, Levy, Graña y Montero y otros minoritarios. Según Malpica el Banco fue creado por iniciativa de Augusto Blacker Miller, ex-presidente ejecutivo del Banco de la Nación durante el segundo belandismo, y fue el primer presidente del directorio representando el paquete accionario de la familia Perelman. A fines de 1986 sus principales accionistas son Inversiones Témpera S.A. (50,1%)<sup>19</sup>, Benjamín Perelman (35%), Enrique Silva Nano (8%) y Graña y Montero (4,2%). En enero de 1987 la SBS autoriza su conversión a banco comercial.

Por su parte ARGOS se constituyó en noviembre de 1986. A fines de 1996 los principales accionistas eran José Picasso Salinas (anteriormente Agente de Bolsa) y su padre Jorge Picasso Perata, con 48% cada uno.

Mientras Servicios de Primera S.A. y sus subsidiarias Inversiones Eolo S.A. e Inmobiliaria Mar Abierto S.A. se dedican a operaciones de compra y venta de valores, entre otros, siendo su gerente general Rafael Picasso Salinas.

Durand (1996) califica la situación del grupo hacia 1996 como afirmada, destacando su proyección a la bolsa y en hotelería al comprar varios hoteles (privados y del Estado).

En marzo 1995 el grupo Picasso Salinas, a través de Invertur, se adjudicó los hoteles de Enturperu de Nasca, Tacna y Ayacucho (Perú Report 1994), y en diciembre del mismo año Hoteles del Sur S.A. y Corporación Hotelera del Sur S.A. realizaron una fusión por absorción a Invertur. En marzo de 1996 con una inversión de USD 6 millones Invertur inauguró el Suites Hotel San Isidro (Perú Report 1995).

Respecto a Volcan Compañía Minera S.A., a fines de 1986 las mayores participaciones corresponden a las familias Beltrán, Moreyra y Letts, por tener asignados dos directores cada una (Malpica, 1989). A fines de 1996 los principales accionistas son Hazel Investment Holding Corp. (24,31%), Roberto Letts Colmenares (21,86%), Juan Pardo Aramburú (6,19%) y miembros de la familia Tode y Moreyra.

---

<sup>19</sup> Inversiones Témpera pertenecía a tres grupos básicamente: a la familia Picasso Salinas, al grupo del señor Michell y al grupo del señor Félix Navarro con Julio León Prado, según el señor Jorge Picasso Salinas (Congreso de la República, Sesión del 13/11/2001 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones).

Cabe destacar que José y Alfredo Picasso Salinas son directores de un total de ocho (Memoria 1996), es decir podrían formar parte del accionariado de la Holding mayoritaria y/o representar los intereses de otro(s) accionista(s)<sup>20</sup>. La relación societaria de los Picasso Salinas con las familias Tode, Moreyra, Letts y Pardo, quienes controlan también Castrovirreyna Compañía Minera S.A., viene de años atrás, según Malpica entre los principales accionistas en 1985 de ésta última figuran el Banco Latino (8,1%) y Alfredo Picasso Salinas (3,6%).

En julio de 1997 Volcan Compañía Minera S.A. se adjudica la empresa Mahr Tunel S.A. y los derechos de explotar las unidades de San Cristóbal y Andaychagua, minas que antes pertenecían a Centromin Perú. Volcan ofreció USD 127,78 millones, más un compromiso de inversión de USD 60 millones. La compra se financió con una emisión de acciones a través de ING Barings y SBC Warburg así como USD 50 millones otorgados por el Banco Wiese y el Banco Latino. En 1996 Volcan alcanzó una utilidad de USD 3,29 millones mientras Invertur registró una pérdida de USD -0,72 millones (Perú Report 1996). En diciembre de 1997 se acordó la fusión de la compañía con Mahr Tunel S.A., mediante la creación de una nueva sociedad denominada Volcan Compañía Minera Sociedad Anónima Abierta.

Entonces, tenemos que entre 1995 y julio de 1997 los grupos Picasso Salinas y Picasso Candamo participan en los procesos de privatización impulsados por el gobierno, para lo cual se apalancan en el sistema financiero, mientras que sus principales empresas enfrentan problemas financieros. Esta es la situación del grupo antes de la crisis asiática.

## **2.4. Conflictos de Intereses y Riesgo Moral**

Para identificar los conflictos de intereses debemos primero determinar a las instituciones que cumplen el rol de principal y agente, y luego a las personas que ocupan los puestos clave en la toma de decisiones en estas instituciones. Tenemos al

---

<sup>20</sup> Como sostiene Durand (1996) los grupos económicos invierten en calidad de inversionistas minoritarios en otros grupos económicos, entre otras razones, porque puede permitir consolidar la posición de los minoritarios hasta llegar a tener participación en el directorio o eventualmente tomarlo por asalto (hostile takeover). La tendencia a la asociatividad intergrupala explica porque en el directorio de una empresa insignia o del primer círculo puede observarse la presencia de un director que representa a un grupo económico distinto al que ejerce el control. Por otro lado, la Resolución del

Estado (representado por el Gobierno) en calidad de principal y como agentes al MEF y CONASEV (cuyo principal es el MEF), éste último también en calidad de regulador.

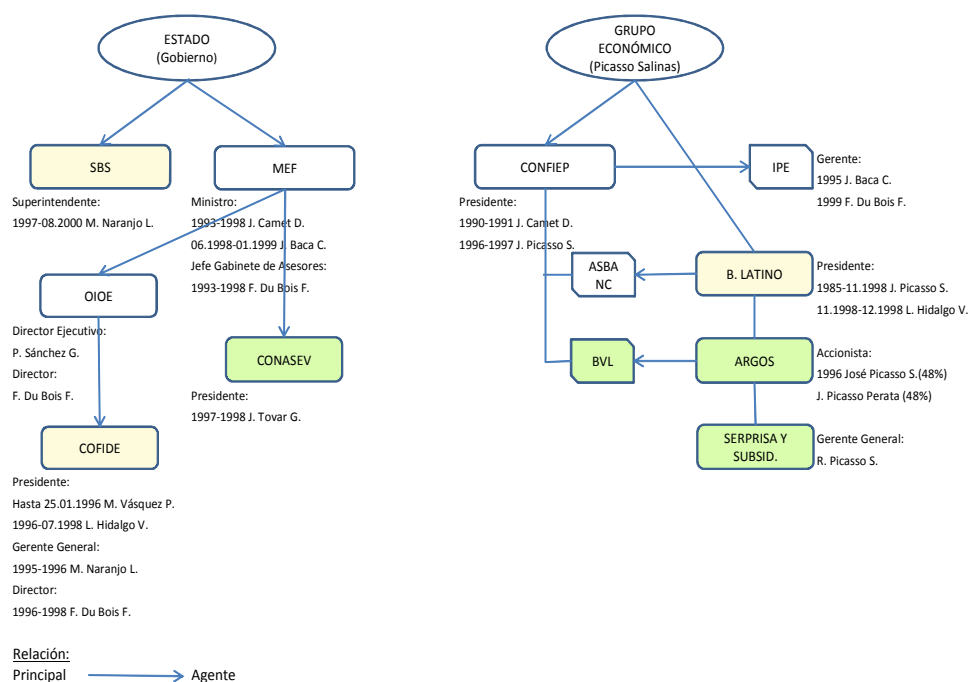
En la medida que el caso ARGOS debe ser analizado en conjunto con los problemas que enfrentó el Banco Latino, también incluimos a la SBS, COFIDE y la Oficina de Instituciones y Organismos del Estado (OIOE), éstas dos últimas por el financiamiento que otorgaron al Banco Latino.

Por parte del Grupo Picasso Salinas (Principal) tenemos como agentes a CONFIEP (que tiene como asociados, entre otros, a la Asociación de Bancos – ASBANC y la Cámara Peruana de la Construcción – CAPECO) y al Instituto Peruano de Economía (IPE), en la medida que representan los intereses de los grupos empresariales.

El Gráfico 8 muestra las relaciones Principal - Agente.

Gráfico 8

PRINCIPAL Y AGENTE



Elaboración Propia

Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 incluye a Hazel Investments Holding Corp. como empresa posiblemente vinculada al grupo Picasso Salinas.

Empecemos por los jefes del MEF y CONFIEP, Jorge Camet Dickman es el Ministro de Economía desde enero de 1993 hasta junio de 1998 y Jorge Picasso Salinas es Presidente del directorio del Banco Latino desde 1985 hasta noviembre de 1998. Camet y Picasso han sido Presidentes de CONFIEP (1990-91 y 1996-97, respectivamente), Camet fue Presidente de CAPECO y Picasso de ASBANC<sup>21</sup>.

Posteriormente Jorge Baca Campodónico es Ministro de Economía desde el 05.06.98 hasta el 05.01.99 y Luis Hidalgo Viacava es primer vicepresidente del Banco Latino, y encargado de la Presidencia, desde el 09.11.98 hasta el 08.12.98. Hay que destacar que Jorge Baca fue jefe de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT), director del BCRP y anteriormente gerente del IPE por recomendación al entonces Ministro de Economía Jorge Camet<sup>22</sup>, mientras que Luis Hidalgo fue Presidente de COFIDE desde enero de 1996 hasta julio de 1998, y anteriormente fue Presidente del Comité Especial de Privatización (CEPRI) del Banco Continental, de Interbank y de Solgas.

El Superintendente de Banca y Seguros es Martín Naranjo Landerer (1997-2000) en reemplazo de Manuel Vásquez Perales. El señor Naranjo ha sido gerente general de COFIDE (1995-1996) cuando los señores Manuel Vásquez y Luis Hidalgo asumieron la Presidencia del directorio de COFIDE. Según Caretas N° 1472 Martín Naranjo cuenta con la total confianza del Ministro de Economía, Jorge Camet, y recuerda que en 1993 visitaba diariamente el ala de las oficinas de los asesores del MEF, cuando desempeñaba el cargo de gerente central de planeamiento de COFIDE.

---

<sup>21</sup> Como señala el señor Picasso, refiriéndose al Ministro Camet “(...) nuestros padres han sido muy amigos, especialmente yo lo he visto en el Rotaring (...) y ahí nos hemos conocido. Después (...) yo estuve en el Comité Ejecutivo cuando el Ministro Camet era Presidente de la CONFIEP” (Congreso de la República, Sesión del 13/11/2001 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones). Hay que recordar que en la CADE de Ica (1993) Jorge Picasso propuso por primera vez la reelección presidencial (Caretas 1574). Según Durand (2004) los jefes de los grupos de los bancos Wiese y Latino, Guillermo Wiese y Jorge Picasso, mantuvieron muy estrechas relaciones con el Presidente Fujimori, el Ministro Camet y el MEF, y también participaron en el IPE.

<sup>22</sup> Según el señor Camet, él gestionó ante el Banco Mundial la formación de una entidad de estudios con la cual pueda tener trabajos para enfrentar y aportar al Gobierno y como Ministro usaría esa entidad con gente de elevado criterio y de primera calidad. Entonces logró que el Presidente Fujimori aceptará la donación del Banco Mundial para la formación del Instituto, y Jorge Baca fue recomendado para asumir la gerencia del IPE por Patricio Barckley, miembro de La Fabril (Congreso de la República, Sesión del 31/10/2001 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones). Como indica el propio Jorge Baca, entre 1987 y 1995 estuvo a cargo de la dirección de planeamiento estratégico de Bunge y Born en Brasil, empresa matriz de La Fabril, y en 1995 regresó para hacerse cargo del Instituto Peruano de Economía (Diario La Razón, sección Opinión 10.02.2010).



Como señala el señor Naranjo, él se incorporó a trabajar con Roberto Abusada, quien estaba formando el equipo de asesores del Ministro Camet, destacado por COFIDE (Comisión Investigadora del Congreso de la República, Sesión del 14/11/2001).

Como se indicó anteriormente, el Presidente del directorio de COFIDE es Luis Hidalgo Viacava<sup>23</sup> (28.01.96-09.07.98) en reemplazo de Manuel Vásquez Perales (hasta el 25.01.96), y posteriormente Luis Baba Nakao asume la Presidencia, y como directores, entre otros, José Valderrama León y Fritz Du Bois Freund (desde 21.06.96), éste último jefe del gabinete de asesores del MEF.

El Director Ejecutivo de la OIOE (Oficina que depende del MEF) es Pedro Sánchez Gamarra, quien se desempeñó como Director Ejecutivo de COPRI y Presidente de CEPRI de Electroperú, y uno de los directores es Fritz Du Bois Freund.

El Presidente de CONASEV es el abogado Javier Tovar Gil desde 1997 hasta 1998, socio del estudio de abogados Tovar, Dammert & Silva-Santisteban (1984-2000). El señor Tovar fue Presidente del CEPRI desde el 02.09.1994 hasta el 31.05.2001. En sesión del 29.03.2001 el CEPRI acordó aceptar la solicitud del señor Tovar de inhibirse de conocer cualquier tema vinculado al interés de Inversiones en Servicios Eléctricos S.A. por las acciones de TECSUR, dado que el estudio Echecopar, del cual es socio, es asesor de dicha compañía<sup>24</sup>.

Entonces tenemos una serie de hechos que constatan relaciones amicales entre los principales funcionarios de los agentes del Estado (MEF, SBS y CONASEV)

---

<sup>23</sup> Según manifiesta el señor Hidalgo, fue Presidente de CEPRI de Solgas invitado por el director ejecutivo de COPRI Carlos Montoya, con quien se conoce en la Universidad Agraria (Congreso de la República, Sesión del 27/05/2002 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones). El informe de la Comisión Investigadora del Congreso de la República sobre la privatización de Solgas señala que las sociedades agentes de bolsa que se presentaron como postores para la subasta de acciones de Solgas habrían tenido como objetivo comprar acciones en un mercado bursátil deprimido para luego optar por la reventa en un contexto más favorable. Hay que señalar que la venta del 99,9% de acciones se negoció a través de ARGOS del grupo Picasso Salinas. El informe también señala que el CEPRI de Solgas acordó que el informe final de valorización sólo sería de conocimiento exclusivo del Presidente de la CEPRI, es decir, el precio de apertura de la acción, el mismo día de la subasta, se realizó en función del único y exclusivo criterio del señor Luis Hidalgo. El informe también indica que los directores de la BVL eran los señores Jorge y Juan Picasso Salinas, quienes a su vez eran los representantes y principales accionistas de ARGOS.

<sup>24</sup> El señor Tovar es socio del estudio Echecopar desde el 2000. El señor Rafael Picasso Salinas también es socio del estudio Echecopar y entre sus asesorías destaca la efectuada a PSEG Américas en la Oferta Pública de Adquisición hecha por las acciones de TECSUR (Fuente: [www.echecopar.com.pe](http://www.echecopar.com.pe)). El señor Tovar indica que el presidente de COPRI ingeniero Jaime Yoshiyama, a quien conoce con anterioridad en el directorio de Electrolima, le propone ser Presidente

encargados de la supervisión de las empresas del grupo Picasso Salinas (Banco Latino y ARGOS) con los accionistas de estas empresas cuyos intereses son representados por CONFIEP. Así, el Ministro de Economía Jorge Camet tiene un conflicto de intereses al haber representado al gremio empresarial (CONFIEP) y ser amigo de Jorge Picasso, jefe del grupo Picasso Salinas cuyas empresas están bajo la supervisión del MEF, a través de CONASEV, y de la SBS.

El jefe de la SBS Martín Naranjo era de la confianza del Ministro Camet, entonces sería leal a los intereses de Camet. El señor Naranjo ha sido gerente general de COFIDE cuando el señor Luis Hidalgo fue Presidente de COFIDE, entonces cuando Luis Hidalgo queda encargado de la Presidencia del Banco Latino en noviembre de 1998, y en la medida que la SBS también supervisa a COFIDE, el jefe de la SBS tiene que supervisar durante 1997 y 1998 a quien anteriormente había sido su jefe, primero como Presidente de COFIDE hasta julio de 1998 y luego como encargado de la Presidencia del Banco Latino.

El jefe de COFIDE Luis Hidalgo fue Presidente de la CEPRI de Solgas, cuyas acciones se negociaron a través de ARGOS, y curiosamente en noviembre de 1998 ingresa como primer vicepresidente, encargándose de la Presidencia, del Banco Latino. Hay que destacar que COFIDE durante 1997 y 1998 otorgó líneas de crédito al Banco Latino, al 31.12.1997 la deuda del Banco Latino con COFIDE asciende a S/. 112,7 millones (USD 41,4 millones). Asimismo, el jefe del gabinete de asesores del MEF Fritz Du Bois era director de COFIDE<sup>25</sup>.

El Presidente de CONASEV Javier Tovar (1997-98) fue Presidente de la CEPRI de TECSUR, siendo asesor legal en la Oferta Pública de Adquisición de la empresa adquiriente (2001) Rafael Picasso Salinas, socio del estudio Echeconpar, siendo el señor Tovar socio del mismo estudio de abogados desde el año 2000.

El Director Ejecutivo de la OIOE Pedro Sánchez Gamarra es designado por el MEF, por lo tanto está bajo órdenes del Ministro Camet. Como señala Caretas, los

---

de CEPRI (Congreso de la República, Sesión del 08/04/2002 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones).

<sup>25</sup> Como señala el entonces congresista Carlos Blanco, desde hace más de dos años el Banco Latino presentaba indicadores que los funcionarios de COFIDE debieron tomar en cuenta, y agrega, que hacer colocaciones por encima de los índices de riesgo razonables es una falta de criterio y responsabilidad. Y se pregunta: O ¿es que a algún ex presidente de COFIDE le preocupaba más su espíritu social con los grandes bancos antes de preocuparse por el nivel de rentabilidad? (Gestión 24.12.1998 p. 22).

fondos de las empresas públicas dejaron de depositarse en el Banco de la Nación para canalizarse en los bancos, la distribución (que la realiza el MEF a través de la OIOE) se inició en la gestión de Camet y luego fue continuado por Baca, por lo que no habría sorprendido la incorporación de Jorge Camet al directorio del Banco de Crédito y de su asesor Fritz Du Bois al directorio del Banco del Progreso (Caretas 1574)<sup>26</sup>.

En resumen tenemos que la lealtad de los jefes de CONASEV y de la OIOE gira en torno al Ministro de Economía, mientras que los jefes de la SBS y COFIDE logran ser subordinados al MEF<sup>27</sup>. Por otro lado el jefe de COFIDE ha intervenido previamente en el proceso de privatización de Solgas, en el que ha participado como intermediario ARGOS, y luego se encarga de la presidencia del Banco Latino, mientras que el jefe de CONASEV posteriormente forma parte del estudio de abogados donde Rafael Picasso es socio. Como argumenta Ugarteche (2004), “Los ministros de Economía de la década de 1990-2000 guardaban más lealtad a los empresarios que al Estado, su empleador formal, conducta que los coloca en una posición antagónica a la defensa de los intereses del Estado, al cual representaban.” (p. 134); y a manera de conclusión señala:

*El eje es la información imperfecta y el uso de esta para aumentar las ganancias de los inversionistas. Con este fin, los inversionistas envían a un agente propio a trabajar al ministerio y convierten al ministro en agente del principal (...) Por eso se observa con frecuencia que los ministros y los jefes de supervisoras o reguladoras terminan trabajando para el inversionista. Ese es su premio por haber permitido el uso de la información. (pp. 155-156)*

## 2.5. El Rol de los Auditores Externos

<sup>26</sup> En la misma línea, Caretas anota que los depósitos del sector público que habían llegado a USD 131 millones en abril de 1998 cayeron en agosto a USD 106 millones. Sin embargo, en noviembre de 1998 el gobierno se jugó a fondo durante la efímera presidencia de Luis Hidalgo (en el Banco Latino) porque no sólo se aumentaron los depósitos del sector público, en casi USD 40 millones, sino que también aumentaron las líneas de crédito y los fondos interbancarios (Caretas 1558).

<sup>27</sup> Como señala Durand (2003) el MEF gradualmente aísla al BCRP y subordina a organismos como la SBS y COFIDE. Según Durand (2004) la corrupción se concentra en las redes familiares y amicales que operan “amoralmente”, práctica social asociada a la herencia colonial, la pobreza y el bajo nivel de identidad. Afirma que se formó un triángulo del poder en torno a la Presidencia (Fujimori), el servicio de inteligencia y aparato policial militar (Montesinos) y el Ministro de Economía (Camet principalmente).

El propósito de la auditoría a los estados financieros es expresar una opinión profesional e independiente sobre si dichos estados se prepararon o no conforme a normas contables (de información financiera).

Respecto a las normas contables, está hoy en discusión la transparencia de la información financiera y la independencia de los auditores externos, en mercados como el de Estados Unidos donde hay una cultura de la transparencia, debido a los casos de las empresas Enron y WorldCom, principalmente.

En el Perú, la ley General de Sociedades vigente (Ley N° 26887) establece que los estados financieros deben prepararse y presentarse de conformidad con las disposiciones sobre la materia y con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) en el país. La Resolución del Consejo Normativo de Contabilidad N° 013-98-EF/93.10 precisa que los PCGA referidos en la Ley General de Sociedades comprenden, en esencia, a las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs) que hubieren sido oficializadas mediante Resoluciones del Consejo Normativo de Contabilidad.

La Norma que trata de las operaciones entre empresas vinculadas es la NIC 24 Revelaciones sobre Entes Vinculados<sup>28</sup>. Esta norma examina los temas relativos a la valuación y presentación de información de grupos económicos. La norma, señala que:

- ✓ Al considerar cada posible caso de relación entre partes vinculadas, la atención debe centrarse en la sustancia de la relación y no meramente en la forma legal.
- ✓ Las relaciones entre partes vinculadas entre las que hay control deben revelarse sin tener en cuenta si ha habido o no transacciones entre las partes vinculadas.

La labor de los auditores externos se rige por Normas de Auditoría aprobadas en el Perú. Durante el período 1997-1998, del presente Trabajo de Investigación, las normas vigentes son las Guías Internacionales de Auditoría, destacando la Guía N° 8 ‘Evidencia de Auditoría’ y Guía N° 17 ‘Entidades Vinculadas’<sup>29</sup>. La Guía N° 8

---

<sup>28</sup> Oficializada en el Perú el 30/03/1994 mediante R.S. N° 005-94/EF-93.01

<sup>29</sup> La vigencia oficial de las Guías Internacionales de Auditoría fue acordada por Resoluciones de los Congresos Nacionales de Contadores Públicos en 1986, 1988 y 1990. Posteriormente, mediante Resolución de la Junta de Decanos de Colegios de Contadores Públicos del Perú del 30 de junio de 2007 se aprueba la aplicación en el Perú del Manual Internacional de Auditoría y Aseguramiento.

‘Evidencia de Auditoría’ señala que el auditor no examina toda la información a que tiene acceso porque puede llegar a una conclusión sobre el saldo de una cuenta por medio de procedimientos de muestreo estadístico o de criterio. Agrega que el criterio de un auditor respecto a lo que pueda ser una evidencia de auditoría suficiente y competente se ve influenciado, entre otros factores, por la experiencia adquirida en auditorías anteriores (párrafos 3 y 4). Por su parte, la Guía N° 17 ‘Entidades Vinculadas’ señala que al formar su opinión, el auditor debe considerar el efecto de las transacciones con entidades vinculadas en la información financiera, incluyendo la revelación de tales transacciones (párrafo 16), y la Guía N° 19 ‘Muestreo de Auditoría’ señala que los métodos de muestreo requieren del auditor el uso de su juicio profesional al diseñar y seleccionar la muestra, al realizar sus procedimientos de auditoría y al evaluar los resultados obtenidos (párrafo 5). Es decir, las normas de auditoría no establecen criterios objetivos que definan lo que es material, sino que tienen un componente subjetivo en función del criterio y juicio profesional del auditor<sup>30</sup>.

Tal como lo señala la Guía N° 1 ‘Objetivo y Alcance de la Auditoría de los Estados Financieros’ el criterio profesional debe ser aplicado en todo el trabajo del auditor, y agrega que, gran parte de la evidencia disponible para el auditor, es más de naturaleza persuasiva que concluyente, por lo que rara vez se puede alcanzar una absoluta certeza en auditoría (párrafo 9).

En el presente caso tenemos que los estados financieros de Servicios de Primera S.A. y subsidiarias (Inversiones Eolo S.A. e Inmobiliaria Mar Abierto S.A.) y de ARGOS al 31.12.97 y 31.12.96 han sido auditados por la misma sociedad de auditoría, siendo el mismo socio de auditoría quien emite opinión. Es decir, las empresas vinculadas que se financiaban mediante operaciones doble contado plazo

---

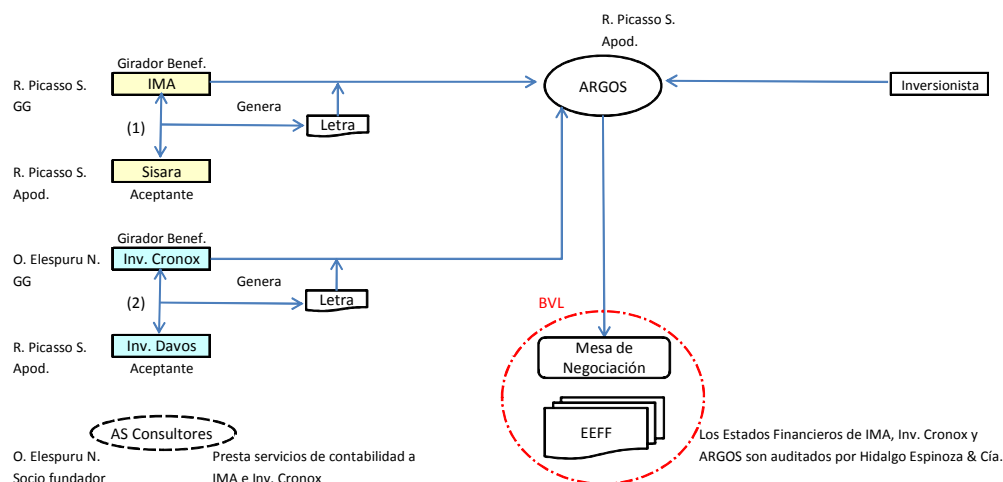
<sup>30</sup> Esta situación no ha variado con las Normas Internacionales de Auditoría (NIAs) vigentes en el Perú. La NIA 320 ‘Materialidad’ señala que la evaluación de qué es material es un asunto de juicio profesional. En el mismo sentido, si los procedimientos establecidos en la NIA 550 ‘Partes Vinculadas’ identifican partes relacionadas que no han sido reveladas, no necesariamente llevan a una modificación en la opinión (dictamen) del auditor externo, si es que esta omisión no es material, es decir resulta material si su omisión puede influenciar en las decisiones económicas de los usuarios tomadas sobre la base de los estados financieros. Al respecto puede consultarse la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 004-2007-EF/94.12 publicada en el portal de CONASEV. En el mismo sentido, Marcos Lins, socio de Price Waterhouse, reconoce que el tema de determinación de ‘significatividad’ en los estados financieros se basa, además de los criterios objetivos, en evaluaciones subjetivas, y que depende siempre del contexto en el cual se aplica (Gestión 06.11.1998).

en la Mesa de Negociación de la BVL con intermediación de ARGOS son auditadas por el mismo auditor, sin embargo parece que la omisión de revelar estas transacciones como de partes vinculadas, resulta no material para el auditor<sup>31</sup>. Cabe señalar que el mismo auditor también audita los estados financieros al 31.12.97 de Volcan Compañía Minera S.A. y de Inversiones en Turismo S.A. y subsidiarias.

El siguiente gráfico muestra la vinculación de las empresas que participan como giradoras y aceptantes de las letras doble contado-plazo negociadas.

Gráfico 9

OPERACIÓN DOBLE CONTADO PLAZO EMPRESAS VINCULADAS



Notas:

GG: Gerente General

Apod: Apoderado

IMA: Inmobiliaria Mar Abierto S.A.

La Resolución 012-99-EF/94.12 establece las siguientes relaciones entre las empresas al generar las letras de cambio:

(1) IMA como girador y Sisara Inc. como aceptante (2) Inv. Cronox S.A. como girador e Inv. Davos S.A. como aceptante.

Las letras no tienen origen en una operación comercial

Según la Resolución, IMA señala "La naturaleza de las operaciones de negociación de letras son de apalancamiento financiero para el aceptante de la letra, el cual entrega garantías reales como son las acciones(...)". Por su parte Inv. Cronox señala "(...)Creemos que su observación se basa en la errada interpretación que la letra referida tiene su origen en una venta comercial de mi representada a Inversiones Davos S.A.(...)"

Principales representantes comunes y contabilidad centralizada

Sisara e Inv. Davos son empresas extranjeras constituidas en Panamá y tienen como apoderado al Gerente General de IMA, quien también es apoderado de ARGOS.

AS Consultores S.A., empresa que presta servicios de contabilidad a IMA e Inv. Cronox, tiene como socios fundadores al Gerente General de Inv. Cronox y a A. Acuña P., éste último a su vez es apoderado de IMA.

Según la consulta a la página web de Sunat el nombre comercial de AS Consultores es Argos Service S.A.

Elaboración Propia

Por otro lado, la SBS ha determinado los criterios y definiciones de Grupos Económicos<sup>32</sup>. Sin embargo, en el caso del Banco Latino se otorgó créditos a

<sup>31</sup> A pesar que en el acta de sustentación del dictamen, la sociedad auditora señaló que considerando la materialidad de las referidas operaciones se ha efectuado un entendimiento del funcionamiento de las mismas (Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12).

<sup>32</sup> Circular N° B-1929-92-SBS publicada el 31/12/1992.

empresas que tenían una estructura accionaria destinada a evadir la norma que regula los créditos a grupos, por lo que no se logra denunciar el delito de concentración crediticia, en la medida que legalmente no se llegaba a configurar el exceso de los límites. Es a raíz de este caso que la SBS cambia la regulación sobre grupos económicos, en ese sentido la Memoria del año 1997 destaca el desarrollo de los lineamientos básicos relacionados a supervisión consolidada y los conceptos de vinculación y grupo económico y la supervisión de conglomerados financieros y mixtos.

### III. MODELO DEL NIVEL DE TRANSPARENCIA Y RESULTADOS

#### 3.1. Especificación y Data Histórica de las Variables

El modelo, determinado en el punto 1.5 Metodología, está expresado por la siguiente función:

Nivel de Transparencia = f [Liquidez L (+), Apalancamiento S (-), Rentabilidad R de Operaciones en (+), Participación de Empresas Vinculadas V (-), Mesa de Neg: A Discrecionalidad Supervisor de CONASEV Z (-), ...]

**A: El nivel de transparencia de las operaciones en mesa de negociación.** Definida como el diferencial del costo de financiamiento de corto plazo del sistema bancario respecto a las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación.

$$A = K_b - K_m$$

donde:

$K_b$ : Costo financiero de préstamos bancarios de corto plazo. Se ha tomado como variable representativa la tasa de interés activa anual en moneda extranjera de corto plazo (descuentos) promedio de la banca múltiple, vigente en cada período mensual<sup>33</sup>.

$K_m$ : Costo financiero de operaciones de letras de doble contado plazo en la mesa de negociación. A partir de la tasa mensual en moneda extranjera de las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación, vigente en cada período mensual, se ha obtenido la tasa equivalente anual. Para los períodos 1998:11 y 1998:12, en los que no se tiene información, se ha tomado la tasa del período 1998:10.

Se ha tomado como fuente las estadísticas publicadas por CONASEV. La data histórica de la Tasa Efectiva Anual de Operaciones Doble Contado Plazo (DC),

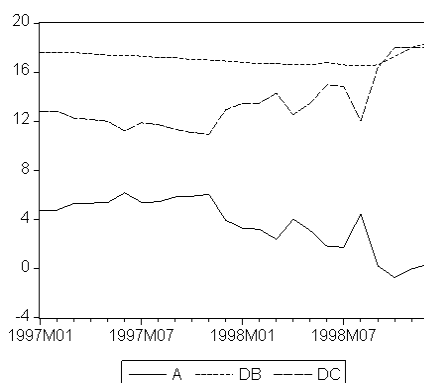
<sup>33</sup> No se cuenta con estadísticas a nivel de segmento de mediana y pequeña empresa, que constituye la tasa activa relevante determinada anteriormente en el punto 1.2.5 Efecto en el Costo Financiero, razón por la cual se toma la tasa de descuento promedio de la banca múltiple.



de la Tasa Efectiva Anual de Descuento Bancario (DB) y de la variable A se incluye en el Anexo N° 01.

Gráfico 10

Tasa Doble Contado Plazo (DC) y Tasa Descuento Bancario (DB)



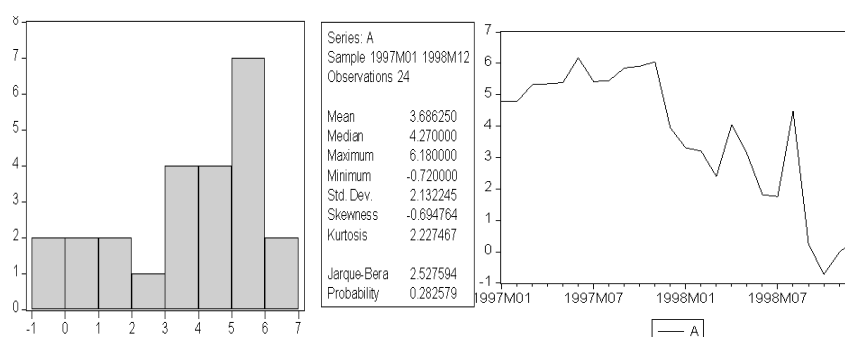
Es de destacar que a partir del período 1997:12 la Tasa DC presenta una tendencia alcista (aumenta de 10,95% a 12,95%). Al inicio del período la tasa DC presenta un diferencial de 478 puntos básicos por debajo de la Tasa DB.

En abril y agosto de 1998 la tasa DC presenta una disminución, en sentido contrario a la tendencia alcista iniciada en diciembre de 1997. A partir de octubre de 1998 se observa que la tasa DC supera a la tasa DB.

Respecto a la prueba Probability, que consiste en calcular una probabilidad estimada, para el caso de observaciones menores a 30, la misma debe ser mayor a 0,05 para aceptar la hipótesis de una distribución normal. La variable “A” (determinada en la estimación econométrica del modelo) tiene una distribución normal (test Probability: 0,28).

Gráfico 11

Histograma y Gráfico Lineal - Variable A



**L: Liquidez.** Las empresas tomadoras de fondos (vinculadas a ARGOS) en las operaciones de letras de doble contado plazo en la Mesa de Negociación durante el período 1997 y 1998, son: Inversiones Cronox S.A. (Cronox), Inmobiliaria Mar Abierto S.A. (Ima) y Servicios de Primera S.A. (Serprisa), las que representan en promedio el 88,5% del total de los importes pendientes de vencimiento por operaciones doble contado plazo durante dicho período.

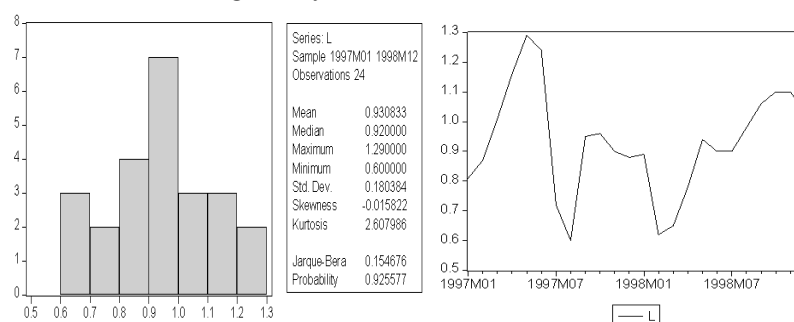
Debido a esta representatividad se ha tomado el ratio de liquidez corriente consolidado de estas 3 empresas. Para calcular el ratio consolidado se ha ponderado el ratio de cada empresa en función a la participación de las operaciones doble contado plazo en cada mes.

Se ha tomado como fuente los estados financieros mensuales publicados por la BVL. Los importes de los principales rubros de los estados financieros se incluyen en el Anexo N° 02. Para los meses en que no se cuenta con información se ha tomado la información del mes anterior, y para el caso del período 1997:01 se ha tomado la información correspondiente a los estados financieros auditados al 31.12.1996. La data histórica de la variable L se incluye en el Anexo N° 03.

La variable L determinada tiene una distribución normal (test Probability: 0,93).

Gráfico 12

Histograma y Gráfico Lineal - Variable L



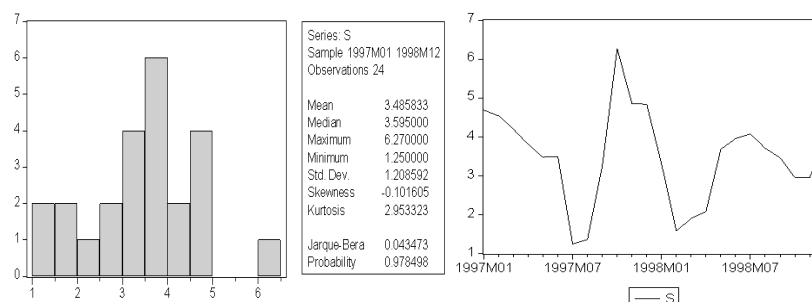
**S : Apalancamiento.** El ratio de apalancamiento tomado es la relación Deuda sobre Capital (D/C) definido como la relación entre el Pasivo Total sobre el Patrimonio Total. Debido a la representatividad de las empresas tomadoras de fondos vinculadas a ARGOS se ha tomado el ratio consolidado de estas 3 empresas, ponderados en función a la participación en las operaciones doble contado plazo en cada mes.

Se ha tomado como fuente los estados financieros mensuales publicados por la Bolsa de Valores de Lima (BVL). La data histórica de la variable S se incluyen en el Anexo N° 03.

La variable S determinada tiene una distribución normal (test Probability: 0,98).

Gráfico 13

Histograma y Gráfico Lineal - Variable S



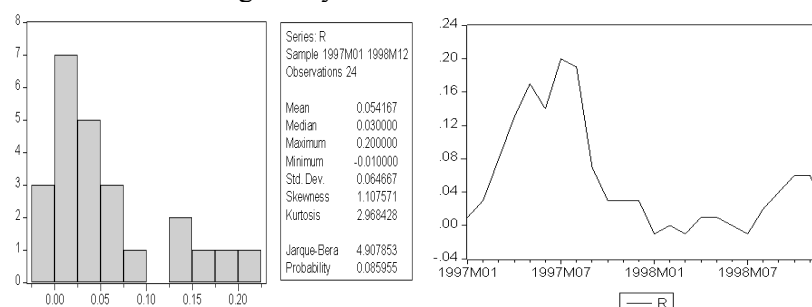
**R : Rentabilidad**. El índice de rentabilidad tomado es el ROA, definido como la relación entre la utilidad neta respecto al activo total. Debido a la representatividad de las empresas tomadoras de fondos vinculadas a ARGOS se ha tomado el ratio consolidado de estas 3 empresas, ponderados en función a la participación en las operaciones doble contado plazo en cada mes.

Se ha tomado como fuente los estados financieros mensuales publicados por la Bolsa de Valores de Lima (BVL). La data histórica de la variable R se incluyen en el Anexo N° 03.

La variable R determinada tiene una distribución normal (test Probability: 0,09).

Gráfico 14

Histograma y Gráfico Lineal - Variable R



**V : Participación de Empresas Vinculadas.** Se ha tomado como aproximación de esta variable la participación en el volumen total negociado por las empresas identificadas como vinculadas en cada período.

$$V = EV / M$$

Donde:

EV: Volumen de negociación de las empresas identificadas como empresas vinculadas

M: Volumen Total Negociado en el Mercado

Se ha tomado como fuente las estadísticas publicadas por la BVL. Como se indicó anteriormente (punto 1.5.2 La Población y la Muestra) la data histórica comprende las operaciones efectuadas por las empresas del grupo Picasso Salinas, las mismas que son representativas del mercado (88,5% del total durante el período 1997-1998). La columna V=EV/M del siguiente cuadro:

**Cuadro 4**

Importes Pendientes de Vencimiento por Operaciones Doble Contado Plazo  
Empresas Vinculadas

Fecha	Cronox	Ima	Serprisa	Total Emp. Vinculadas (EV)	Argos	Particip. Argos/M	Mercado (M)	Particip. V=EV/M
	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$		US\$	
ene-97	214,029	0	45,850,429	46,064,458	45,287,406	90.60%	49,988,680	92.15%
feb-97	5,093,694	0	33,616,440	38,710,134	37,482,458	87.10%	43,034,050	89.95%
mar-97	16,317,497	0	23,675,433	39,992,930	38,653,980	87.33%	44,261,727	90.36%
abr-97	17,258,321	0	6,598,079	23,856,400	42,468,976	94.26%	45,055,849	52.95%
may-97	14,470,291	0	106,256	14,576,547	49,562,650	86.20%	57,496,131	25.35%
jun-97	13,545,848	1,218,331	0	14,764,179	55,844,149	87.69%	63,687,167	23.18%
jul-97	10,101,815	13,495,578	0	23,597,393	52,996,897	88.27%	60,037,755	39.30%
ago-97	12,781,237	22,526,141	0	35,307,378	50,315,032	91.71%	54,862,418	64.36%
sep-97	8,340,386	40,147,266	0	48,487,652	53,076,905	90.86%	58,418,413	83.00%
oct-97	6,643,788	45,148,972	0	51,792,760	54,096,182	87.71%	61,678,762	83.97%
nov-97	6,616,091	52,184,517	0	58,800,608	58,800,607	87.22%	67,416,501	87.22%
dic-97	6,873,658	44,330,872	0	51,204,530	51,204,530	90.67%	56,473,777	90.67%
ene-98	5,922,784	32,587,134	0	38,509,918	34,449,062	78.72%	43,763,355	88.00%
feb-98	7,852,085	36,717,579	0	44,569,664	41,247,497	87.53%	47,125,491	94.58%
mar-98	6,432,208	40,496,779	0	46,928,987	43,606,819	88.13%	49,479,711	94.84%
abr-98	9,430,344	33,300,818	0	42,731,162	39,408,995	89.14%	44,211,102	96.65%
may-98	7,723,462	22,614,605	0	30,338,067	27,015,900	85.82%	31,480,019	96.37%
jun-98	6,365,523	23,198,594	0	29,564,117	26,241,950	85.46%	30,706,069	96.28%
jul-98	6,717,593	23,362,163	0	30,079,756	27,820,756	92.49%	30,079,756	100.00%
ago-98	6,597,459	19,781,375	3,901,024	30,279,858	28,020,857	92.54%	30,279,858	100.00%
sep-98	6,233,491	11,740,372	5,608,774	23,582,637	19,357,653	82.08%	23,582,637	100.00%
oct-98	3,070,881	9,620,911	8,049,009	20,740,801	20,740,801	100.00%	20,740,801	100.00%
nov-98	3,070,881	9,579,280	8,023,202	20,673,363	20,673,363	100.00%	20,673,363	100.00%
dic-98	3,070,881	4,460,961	1,099,432	8,631,274	8,631,274	100.00%	8,631,274	100.00%

Fuente: Boletín diario de fin de mes de la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Tomado de la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 publicada el 07.04.1999

**Z : Discrecionalidad Supervisora de CONASEV.** La variable Z es una variable cualitativa (Dummy), la que está definida de la siguiente forma: los períodos en los cuales CONASEV o la BVL inicia la inspección o suspensión referida a las operaciones de doble contado plazo en la Mesa de Negociación tomarán el valor de 1, y para el resto de períodos tendrán el valor de cero. Se han identificado aquellos períodos en los que CONASEV y/o la BVL efectuaron alguna modalidad de intervención a ARGOS de manera pública.

Período 11:97. Con fechas 11 y 14 de noviembre de 1997 Argos se vio impedida de operar en la BVL debido a que no cumplió con reponer márgenes de garantía de operaciones de reporte por un monto total aproximado de US\$2 millones. Por tal motivo, CONASEV dispuso la realización de una inspección a ARGOS con la finalidad de evaluar la posible afectación de los intereses de los comitentes.

Período 08:98. ARGOS quedó impedida de operar en la BVL por incumplimiento en la reposición de márgenes de garantía de operaciones de reporte, lo cual fue regularizado en el transcurso de la rueda de bolsa de ese día, presentándose similar situación en los días posteriores hasta el 01 de setiembre del mismo año, fecha en que ya no pudo cumplir con los requerimientos que se le presentaron.

Períodos 10:98 a 12:98. El 02 de octubre mediante Resolución Gerencia General N° 170-98-EF/94.11 se dispuso la suspensión de la autorización de funcionamiento de ARGOS por un período de 15 días hábiles, debido a que había incurrido en infracción grave por incumplimiento en la entrega de información correspondiente a sus Cuentas por Cobrar. En dicha resolución se le otorgó un plazo de 5 días para la entrega de la información requerida.

El 13 de octubre mediante Resolución CONASEV N° 142-98-EF/94.10 se dispuso la intervención administrativa de ARGOS durante un período de 30 días útiles. Dicho plazo fue prorrogado en 2 oportunidades mediante Resoluciones CONASEV N° 158 y 172-98-EF/94.10 de fechas 25 de noviembre y 22 de diciembre, respectivamente, hasta el 05 de febrero de 1999.

### **3.2. Análisis de la Información**

Para analizar los resultados se evalúan fundamentalmente las siguientes pruebas estadísticas:

**Estadístico t (distribución t de “student”)**. Prueba estadística para la hipótesis de que un coeficiente tiene un valor particular. El estadístico t que verifica si un coeficiente es cero (es decir, si la variable no pertenece a la regresión) es la razón del coeficiente a su error estándar. Si el estadístico t excede en uno en magnitud es al menos dos tercios probable que el valor verdadero del coeficiente no sea cero, y si el estadístico t excede en 2 en magnitud es al menos 95 por ciento probable que el coeficiente no sea cero.

**R<sup>2</sup>**. Mide el éxito de la regresión en predecir los valores de la variable dependiente dentro de la muestra. R<sup>2</sup> es uno si la regresión se ajusta perfectamente, y es cero si ella se ajusta no mejor que la media simple de la variable. R<sup>2</sup> es la fracción de la varianza de la variable dependiente explicada por las variables independientes.

**Estadístico Durbin-Watson (D-W)**. Mide la relación entre los residuales adyacentes. Con la regresión de series de tiempo, la correlación positiva de los residuales que son adyacentes en tiempo, frecuentemente es un problema. La correlación serial de los residuales es endémica en el trabajo de series de tiempo. El estadístico D-W es una prueba formal de la correlación serial. Si no existe problema de asociación entre residuales adyacentes, el estadístico será aproximadamente 2.

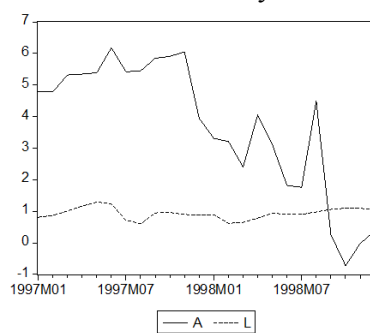
#### **Regresión bajo el supuesto de economía de libre mercado**

Al estimar la regresión considerando como variables explicativas la Liquidez (L), el Apalancamiento (S) y la Rentabilidad (R), de los títulos transados en la Mesa de Negociación bajo el contexto de una economía de libre mercado, donde L y S representan el riesgo y R representa el rendimiento, se ha obtenido un R<sup>2</sup> de 49 por ciento y un D-W de 1,44, y con los siguientes resultados para las variables explicativas.

#### **Variable explicativa L**

La estimación presenta un estadístico t significativo (2,81), y una relación inversa.

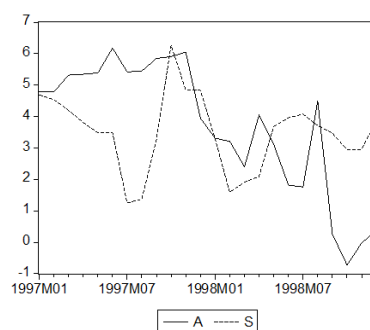
Gráfico 15  
Variables A y L



Variable explicativa S

La estimación presenta un estadístico t significativo (3,26), y una relación directa.

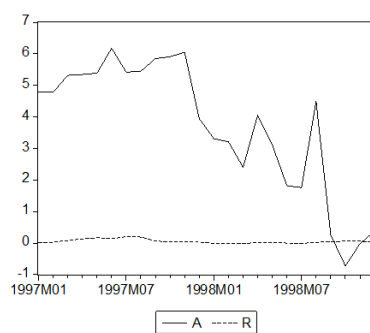
Gráfico 16  
Variables A y S



Variable explicativa R

La estimación presenta un estadístico t significativo (4,15), y una relación directa.

Gráfico 17  
Variables A y R



Los resultados se detallan en el Anexo N° 04.

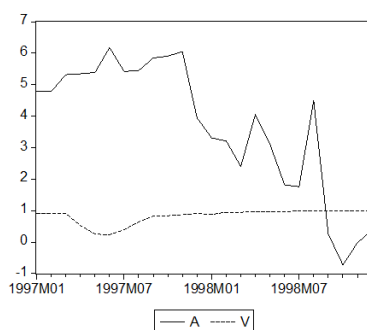
### Inclusión de rezagos

Al considerar que la información de las empresas relativa a los ratios de Liquidez (L), Apalancamiento (S) y Rentabilidad (R) se hacen públicos en los días siguientes al cierre del período, se ha tomado estas variables con un rezago de un período. Sin embargo los resultados no mejoran las pruebas estadísticas ( $R^2$  de 47 por ciento, D-W de 1,17, y “t” de 2,02, 1,89 y 3,97 para L, S y R, respectivamente, y manteniendo la relación inversa para L, y directa para R, y probablemente una relación directa para S).

### Regresión bajo el supuesto de mercados imperfectos

Para el caso de mercados imperfectos, como el peruano, además debe considerarse el grado de vinculación de las empresas que intervienen en este mercado. En la medida que esta vinculación sea pública (transparente para todos los agentes económicos), el rendimiento exigido por los inversionistas será mayor, debido a los costos asociados por asimetría en la información.

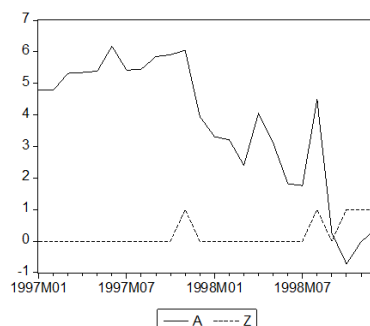
Gráfico 18  
Variables A y V



También es importante, en mercados de valores poco desarrollados, el grado de supervisión del organismo regulador (CONASEV), debido a que un grado adecuado de supervisión (menor discreción del supervisor) evita a los inversionistas incurrir en altos costos de monitoreo, y en el caso de una supervisión laxa, el rendimiento exigido por los inversionistas será mayor.



Gráfico 19  
Variables A y Z



Debido a que la información financiera se hace pública la última semana del mes siguiente, se ha considerado un rezago de dos períodos para las variables L, S y R.

Incluyendo estas variables los resultados de la regresión obtenidos son los siguientes:

Cuadro 5  
Resultados de Regresión

1997-98	Cte.	L(-2)	S(-2)	R(-2)	V	Z	R <sup>2</sup>	D-W
Coefficiente	11,77	-7,20	0,53	16,42	-5,33	0,17	65,05%	1,65
Estadístico t	(3,49)	(-2,63)	(1,49)	(2,36)	(-2,63)	(0,18)		

Los resultados presentan un R<sup>2</sup> de 65 por ciento, un D-W de 1,65 y “t” significativos sólo para las variables L, R y V, con relaciones inversa para L y V, y directa para R. Las variables R y V son consistentes con el modelo planteado (relación directa e inversa, respectivamente).

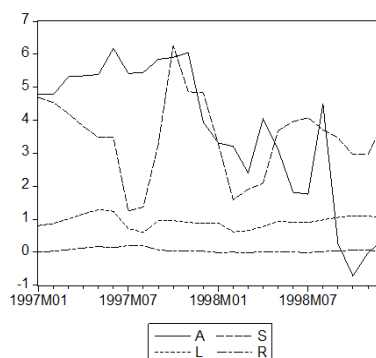
Respecto a las variables S y Z, existe una probable relación directa, en mérito al signo alcanzado por los parámetros obtenidos de las variables. Los resultados se detallan en el Anexo N° 05.

No obstante, las variables planteadas no explican suficientemente el modelo, por lo que es necesario evaluar la estabilidad del modelo y determinar la existencia de algún punto de quiebre.

### Evaluación de Punto de Quiebre

En la determinación de la variable A se observó un cambio de tendencia a partir de diciembre de 1997, debido a un incremento significativo de la Tasa Efectiva Anual de Operaciones Doble Contado Plazo (DC) en 200 pbs.

Gráfico 20  
Variables A, L, S y R



Una posible explicación de este aumento es el problema que afrontó ARGOS con la caída de las cotizaciones de las acciones que respaldaban las operaciones de reporte<sup>34</sup>, y al necesitar reponer las garantías necesitaba liquidar las operaciones de reporte o en su defecto reponer márgenes con efectivo. Por otro lado, la incapacidad del Banco Latino de seguir financiando a ARGOS para la reposición de garantías de estas operaciones y/o para honrar las operaciones doble contado vencidas, conjuntamente con la disminución de las operaciones de letras doble contado plazo en la Mesa de Negociación<sup>35</sup>, habrían llevado a un aumento de las tasas en las operaciones doble contado plazo.

En ese sentido, la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 señala que ARGOS ha efectuado desembolsos para reponer márgenes de garantía y pagar intereses correspondientes a las renovaciones en operaciones de reporte de sus comitentes vinculados, y agrega que de la revisión de

<sup>34</sup> La acción común clase B de Volcan (VOLCABC1) disminuyó en 29,35% al 30.12.97 respecto al 27.11.97, de S/.3,10 a S/.2,19 (Memoria 1997, Volcan Compañía Minera).

<sup>35</sup> Según los balances generales al 31.12.97 y al 30.11.97 del Banco Latino, publicados en el portal de la SBS, el saldo de depósitos del público disminuyó en unos S/. 53 millones, mientras el saldo de los depósitos del sistema financiero aumentaron en 32 millones, y el saldo de los fondos disponibles disminuyó en unos S/. 6,6 millones. Por otro lado, según el anuario estadístico de 1997 de CONASEV, el monto negociado de las operaciones de doble contado plazo disminuyeron 57% durante diciembre de 1997 respecto al mes anterior.

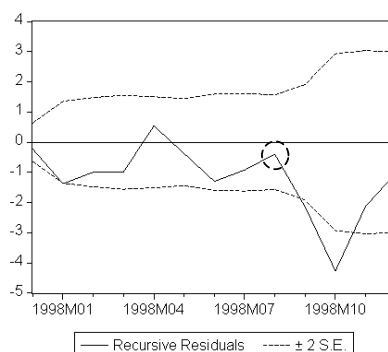
las cuentas corrientes de los comitentes de ARGOS se ha verificado que los sobregiros de los clientes de ARGOS (principalmente los vinculados) no se debían exclusivamente a incumplimiento en operaciones sino que éstos ordenaban transferencias por montos mayores a sus saldos disponibles, originándose sobregiros durante varios meses hasta que alguna transferencia de otra cuenta o la realización de una nueva captación de fondos a través de operaciones en el mercado de valores permitieran saldar la cuenta<sup>36</sup>.

ARGOS financió estas operaciones mediante sobregiros bancarios, según los estados financieros auditados al 31.12.97 el flujo proveniente de sobregiros y préstamos bancarios ascendió a S/. 50,2 millones, mientras que se aplicó un flujo de S/. 48,2 millones al aumento de las cuentas por cobrar, según la nota 7 el saldo de Clientes (Cuentas por cobrar) es de S/. 49,8 millones (correspondiendo S/. 46,4 millones a clientes al exterior), y según la nota 11 el saldo de sobregiros y préstamos bancarios es de S/. 62,4 millones (correspondiendo S/. 38,4 millones a sobregiros bancarios).

Para detectar algún punto de quiebre estructural se han efectuado las pruebas de Residuos Recursivos, CUSUM y CUSUM cuadrado. El gráfico de la prueba de Residuos Recursivos muestra que a partir del período 1998:08 la media del estadístico exhibe un quiebre y las bandas de confianza se ensanchan.

Gráfico 21

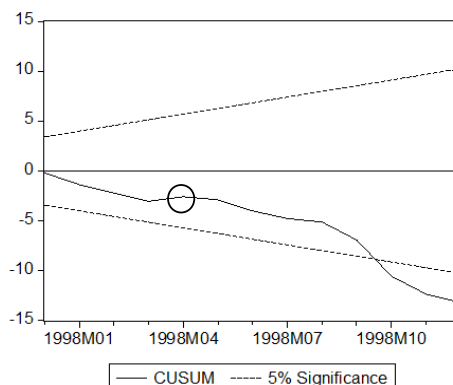
#### Prueba de Residuos Recursivos



<sup>36</sup> Un ejemplo dado por la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 es el caso de un total de USD 12,6 millones obtenidos por Inmobiliaria Mar Abierto S.A., Servicios de Primera S.A., Inversiones Cronox S.A. e Inversiones Eolo S.A., que fueron empleados, entre otros fines, para el pago de otras obligaciones derivadas de operaciones doble contado plazo y de operaciones de reporte de terceras personas, la compra de acciones y la cobertura de sobregiros bancarios.

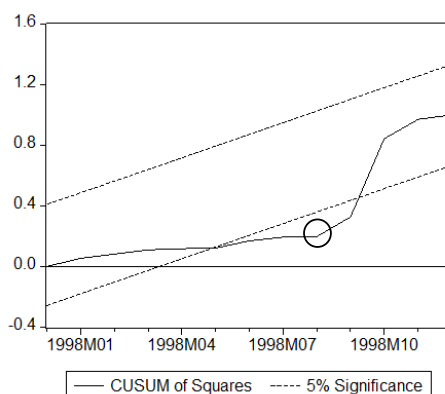
El gráfico de la prueba CUSUM muestra que la dinámica del estadístico se quiebra a partir del período 1998:04. Este cambio en el comportamiento del estadístico indicaría la existencia de un quiebre.

Gráfico 22  
Prueba Cusum



Por último, el gráfico de la prueba CUSUM cuadrado muestra que el punto más alejado de la banda corresponde al período 1998:08.

Gráfico 23  
Prueba Cusum Cuadrado



En base a las pruebas recursivas efectuadas se observan dos puntos de quiebre en los períodos 1998:04 y 1998:08. Una forma de mejorar el grado de predicción de la estimación es incorporar una variable dummy, asumiendo que el quiebre es temporal sin cambio de tendencia. Así, se incorpora la variable Q asignando el valor 1 a los períodos 1998:04 y 1998:08, y con cero a los demás períodos.

El grado de adecuación de los datos a la especificación del modelo estimado mejora, principalmente por la incorporación de la variable dummy que identifica los puntos de quiebre sin cambio de tendencia.

Cuadro 6  
Resultados de Regresión incluyendo Puntos de Quiebre

1997-98	Cte.	L(-2)	S(-2)	R(-2)	V	Z	Q	R <sup>2</sup>	D-W
Coefficiente	9,44	-6,09	0,65	20,10	-4,59	-0,33	2,34	72,63%	1,77
Estadístico t	(2,87)	(-2,37)	(1,94)	(3,05)	(-2,43)	(-0,37)	(2,04)		

En promedio, el coeficiente de determinación ( $R^2$ ) pasa de un 65 por ciento a un 73 por ciento, el D-W es 1,77 y el estadístico “t” es significativo para las variables L (-2,37), R (3,05) y V (-2,43), tiene una probable significancia para la variable S (1,94), y poca significancia para la variable Z (-0,37). Los resultados se detallan en el Anexo N° 06.

La estimación obtenida es la siguiente:

$$A = 9.44 - 6.09*L(-2) + 0.65*S(-2) + 20.10*R(-2) - 4.59*V - 0.33*Z + 2.34*Q + \mu$$

donde:

$\mu$  = error aleatorio

Los resultados de las variables L y S, a diferencia de la variable R, no son consistentes con el modelo formulado, al presentar una relación contraria a la planteada, por lo que se debe evaluar la existencia de colinealidad entre estos regresores mediante la matriz de correlaciones.

Cuadro 7  
Matriz de Correlaciones

	L(-2)	S(-2)	R(-2)
L(-2)	1.000000	0.454655	0.252731
S(-2)	0.454655	1.000000	-0.333168
R(-2)	0.252731	-0.333168	1.000000

Se observa que el mayor coeficiente de correlación se presenta entre las variables L y S. Para determinar la variable que presenta mayor colinealidad se aplica la prueba de Variables Redundantes, según esta prueba si las probabilidades del

estadístico F y la razón de verosimilitud son menores que 0.05 se rechaza la hipótesis que la variable sea redundante.

**Cuadro 8**  
**Prueba de Variables Redundantes**

Redundant Variables: L(-2)			
F-statistic	5.621512	Probability	0.031563
Log likelihood ratio	7.002261	Probability	0.008141
Redundant Variables: S(-2)			
F-statistic	3.780662	Probability	0.070846
Log likelihood ratio	4.945106	Probability	0.026165

Los resultados de la prueba determinan que la variable redundante es S (probabilidad de  $F > 0.05$ ). Al eliminar la variable redundante (S), los resultados de la regresión (Anexo N° 07) son los siguientes:

**Cuadro 9**  
**Resultados de Regresión omitiendo Variable Redundante**

1997-98	Cte.	L(-2)	R(-2)	V	Z	Q	R <sup>2</sup>	D-W
Coefficiente	10,37	-3,69	12,84	-5,04	-0,61	1,97	65,74%	1,28
Estadístico t	(2,94)	(-1,51)	(2,18)	(-2,48)	(-0,64)	(1,61)		

El estadístico “t” no es significativo para las variables L (-1,51), Z (-0,64) y Q (1,61). La poca significancia de variable L se explicaría porque los inversionistas, en general con poca cultura financiera, centran su evaluación en las rentabilidades obtenidas y no efectúan un mayor análisis de liquidez y apalancamiento. La variable Z (discrecionalidad supervisora de CONASEV) resulta no significativa debido a que los inversionistas de alguna forma asumen que las operaciones doble contado plazo están garantizadas por CONASEV, cuando en realidad no es así, dejando de lado los eventos sancionadores contra ARGOS.

En función a la significancia del parámetro (Estadístico t) la estimación simplificada es la siguiente:

$$A = 10.37 + 12.84 \cdot R(-2) - 5.04 \cdot V + \mu$$

El resultado de la variable V es particular, ya que la relación inversa esperada asume que las operaciones entre empresas vinculadas son transparentes, es decir son

reveladas, y por lo tanto de conocimiento de los inversionistas. Sin embargo, en el presente caso, el nivel de vinculación (V) no es de conocimiento público<sup>37</sup>. La relación inversa se explicaría porque a partir del período 1997:04 hasta 1997:10 hay una disminución en la participación de los importes pendientes de vencimiento de las empresas vinculadas, en especial durante abril-agosto, presentando una tendencia descendente mientras que la variable A tiene una tendencia ascendente, debido a la disminución de la Tasa Efectiva Anual de Operaciones Doble Contado Plazo (DC). Sin embargo, es probable que la participación de las empresas vinculadas sea mayor debido a que los importes pendientes de vencimiento de alguna(s) empresa(s), quizá Inversiones Eolo S.A., no habrían sido incluidos en el anexo de la Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12. Puede observarse que en el Cuadro 4 Importes Pendientes de Vencimiento por Operaciones Doble Contado-Plazo (Especificación de la variable V, incluido en el punto 3.1) para el período comprendido entre 1997:04 y 1997:08 la participación de empresas vinculadas representa entre el 23% y 64% del mercado, mientras que la participación de ARGOS como intermediario durante el mismo período representa entre el 86% y 94% del mercado.

En base a la evaluación efectuada, los resultados sugieren que el Nivel de Transparencia de las operaciones doble contado plazo en la Mesa de Negociación para el período 1997-1998 se explica fundamentalmente por la rentabilidad obtenida por las empresas que negocian estos títulos en la Mesa de Negociación (relación directa).

---

<sup>37</sup> La Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 señala que los comitentes (que compraron las letras doble contado plazo), en algunos casos, declararon que les manifestaron que las operaciones doble contado contaban con garantías que eran supervisadas diariamente por CONASEV, que se trataba de inversiones seguras con garantías que debían ascender por lo menos al 120% del monto de la deuda. La Resolución agrega que ARGOS no advirtió a sus comitentes acerca de los conflictos de intereses que podrían surgir como consecuencia de ser, en su mayoría, comitentes pertenecientes a su grupo económico quienes actuaron como tomadores de fondos en las operaciones doble contado plazo.

## CONCLUSIONES

Durante el período 1997-1998 el Nivel de Transparencia (A) disminuye debido al aumento del costo financiero de operaciones de letras de doble contado plazo, en particular desde el período 1997:12. Dicho aumento se explicaría por la baja rentabilidad (R) de las empresas tomadoras de fondos a partir del período 1998:01, a pesar de la mejora de los índices de liquidez (L) y apalancamiento (S). También se explicaría por el límite de endeudamiento que presentaron estas empresas en el Banco Latino, cuya vinculación habría sido conocida en el sistema bancario, y a la necesidad de liquidez que afrontó ARGOS para respaldar operaciones de reporte, lo que habría presionado a estas empresas a ofrecer mayores tasas de rendimiento.

Se ha encontrado evidencia suficiente a favor de la opinión que el costo financiero de las operaciones de financiamiento doble contado plazo en la Mesa de Negociación, y en consecuencia el Nivel de Transparencia (A) para mercados imperfectos como el nuestro, está directamente relacionado con los rendimientos obtenidos por los giradores (emisores) de los títulos negociados (R), tal como se formuló en el modelo.

Al mismo tiempo, los resultados del modelo han permitido encontrar una baja significancia explicativa de las variables nivel de liquidez (L) y nivel de apalancamiento (S) con el Nivel de Transparencia (A).

Esto se explica porque en mercados imperfectos, la atención de los inversionistas en este tipo de operaciones se centra en las rentabilidades obtenidas, dejando de lado el análisis de liquidez y apalancamiento, debido a la poca cultura financiera que tiene el inversionista promedio y a que asumen que las operaciones doble contado plazo están respaldadas por CONASEV, en la medida que están bajo su supervisión.

La teoría de agencia ayuda a explicar porque el nivel de liquidez (L) y el nivel de apalancamiento (S) no tiene significancia en el nivel de transparencia, en el sentido que los inversionistas asumen que es una inversión “garantizada” por CONASEV, y evitan asumir costos de monitoreo (costes de seguimiento) sobre sus inversiones (análisis de información financiera). Así, los inversionistas (prestamistas) tienen información incompleta y un sistema de control imperfecto.



La participación de empresas vinculadas (V) en las operaciones doble contado plazo no tendría significancia en el Nivel de Transparencia (A) si para el período comprendido entre 1997:04 y 1997:10 se hubiera considerado los importes pendientes de vencimiento de otra(s) empresa(s) vinculada(s), probablemente de Inversiones Eolo S.A.

La teoría de agencia, en particular del Riesgo Moral (Moral Hazard), ayuda a explicar porque el nivel de vinculación (V) no tiene significancia en el nivel de transparencia, en el sentido que el grupo económico que se financia en la Mesa de Negociación asume que el gobierno (organismo supervisor) no va a interrumpir este tipo de operaciones, evitando que está información sea de conocimiento público y por lo tanto los inversionistas no internalicen esta información.

Los conflictos de intereses, al ser ARGOS un asociado importante de la BVL, habrían determinado que la BVL no tenga un adecuado nivel de autorregulación. Como señalan Elliott y Schroth (2003), es necesario descubrir los conflictos de intereses, hacerlos públicos y resolverlos, de lo contrario la posibilidad de introducir estándares éticos más elevados en los procesos de los mercados de capital tiene escasas probabilidades de éxito.

La poca autonomía de CONASEV, al ser sus directores nombrados directamente por el MEF, no garantiza una adecuada supervisión ante la posibilidad de conflictos de intereses<sup>38</sup>. Es decir, ante la ausencia de un regulador implacable no hay suficiente forma de proteger a los inversionistas.

La falta de transparencia en la información financiera de las empresas tomadoras de fondos en la Mesa de Negociación revelaría una escasa aplicación de la normatividad contable referida a transacciones entre empresas vinculadas y la subjetividad de las Normas de Auditoría, en particular la norma sobre Materialidad, habría permitido a los auditores externos emitir una opinión sin salvedades<sup>39</sup>. Así, el

---

<sup>38</sup> Como señala Dargent (2008), haciendo referencia a una entrevista con una asesora del MEF, comenzando 1997 fue evidente que las cosas habían cambiado, los ministros militares comenzaron a dar su opinión sobre aspectos que antes no estaban en su lado de la mesa y pertenecían al ámbito técnico. También se refiere a la conclusión de Margaret Conaghan, quien afirma que el poder de los expertos del MEF dependía de sus patrones políticos.

<sup>39</sup> Según Elliott y Schroth (2003), en el mundo de la reingeniería del proceso de negocios, los procesos que más se han resistido al cambio han sido siempre los financieros, con la excusa de que es imposible cambiar las estructuras debido a las normativas contables y a los requisitos concretos de la captura de los datos que requieren los informes.

grupo prestatario trata de ocultar el verdadero riesgo de los instrumentos negociados y toma ventaja de la relativa desinformación de los inversionistas (prestamistas).

Las operaciones doble contado plazo en la Mesa de Negociación, al representar un mecanismo de financiamiento de un grupo empresarial vinculado a una institución bancaria, carente de transparencia, ha contribuido a evitar que el mercado de valores se constituya en una alternativa de financiamiento al sistema bancario. Situación que es consistente con lo afirmado por Ordoñez y Sousa (2003), en el sentido que los mercados imperfectos del Tercer Mundo se organizan en base a la exclusión, observándose una escasez de capital social, lo que se traduce en la existencia de mayores dificultades para la circulación del capital financiero.

El grupo Picasso Salinas ha obtenido financiamiento a través del Banco Latino y de ARGOS (operaciones doble contado plazo y operaciones de reporte) para financiar la expansión de otras empresas del grupo. Es decir, es un “mercado de capitales” dirigido por el capitalista financiero, lo que coincide con lo afirmado por Alcorta (1992). En el mismo sentido, Morris (2000) señala que, haciendo referencia a la hiperinflación iniciada en 1988, los intermediarios financieros buscando captar parte del impuesto inflacionario expandieron sus redes de agencias para captar el mayor volumen de depósitos posible, los cuales en muchos casos eran luego canalizados hacia sus empresas relacionadas, aprovechando las deficiencias del marco regulatorio y de la supervisión existente.

Si bien la participación accionaria del grupo Picasso Salinas en el Banco Latino se ha licuado y las sanciones económicas a ARGOS y empresas vinculadas, así como las inhabilitaciones a sus representantes para los cargos de gerente, director u otra función que requieran la autorización de funcionamiento de CONASEV, estaría pendiente de resolución en el Poder Judicial, el grupo (y sus principales ejecutivos) sigue operando a través de sus otras empresas. Esto sería posible debido a que las redes sociales del grupo se habrían constituido en un mecanismo de protección económica y social del mismo, en consonancia con el desarrollo teórico de Figueroa.

## RECOMENDACIONES

Como el resultado del modelo sugiere que el nivel de liquidez (L) y el nivel de apalancamiento (S) de las empresas giradoras (emisoras de los títulos negociados en las operaciones doble contado plazo) no tienen significancia sobre la tasa de rendimiento de las mismas, y por tanto sobre el nivel de transparencia (A), se recomienda que el ente rector (CONASEV) lleve a cabo una difusión efectiva sobre los niveles de riesgo asociados a los tipos de operaciones bajo su ámbito de supervisión, para que los inversionistas evalúen el riesgo de los mismos y no asuman que están garantizadas por CONASEV. En general, que contribuya a mejorar el nivel de cultura financiera y bursátil.

Para mejorar la transparencia de la información financiera debe dotarse al ente rector (CONASEV), sin invadir los fueros de otras entidades supervisoras y en coordinación con la Federación de Contadores Públicos del Perú, de mecanismos legales que permitan aplicar sanciones efectivas a las sociedades de auditoría y a sus socios, como por ejemplo la exclusión del registro de sociedades de auditoría que lleva la Contraloría General de la República, y de la inhabilitación del ejercicio profesional de los socios responsables.

Para dotar de mayor transparencia a los estados financieros auditados, se recomienda que CONASEV norme que los auditores externos tengan la obligación de informar sobre los importes y criterios para determinar la materialidad de los estados financieros, así como los importes de los ajustes determinados por los auditores externos que no han sido incluidos en los estados financieros y su efecto en los mismos. En una posterior etapa esta información debería ser pública.

Debe hacerse efectiva la aplicación de las sanciones a los directores y gerentes, en casos de dolo y fraude, previstas en el Código Penal, que establece una pena privativa de la libertad entre 1 y 4 años para los directores, y de 1 a 6 años para los gerentes. Debe evaluarse el aumento del plazo mínimo de la pena privativa de la libertad en ambos casos.

Dado que el Estado es también un participante importante en el mercado de valores, el cumplimiento de las funciones de CONASEV requiere de una plena independencia y autonomía del gobierno central en el accionar de la institución que

se debe verificar desde el nombramiento de los miembros de su directorio. En ese sentido, se recomienda que el nombramiento del directorio esté a cargo del Congreso de la República, con una votación no menor a los dos tercios, que le permita tener representatividad y consenso a nivel político, e incluir como requisito adicional no representar los intereses de algún participante del mercado de valores durante los últimos 5 años.

Separar las actividades del sector bancario de las actividades del mercado de valores para generar una mayor competencia que permita una disminución de las tasas de interés activas que permitan una mayor circulación del capital financiero y reduzcan su concentración. En ese sentido, se debe fortalecer a las entidades supervisoras (CONASEV y SBS) y mantenerlas separadas para evitar que sean capturadas por los grupos económicos o sean subordinadas al poder político.

Promover el intercambio entre entidades supervisoras (CONASEV, SBS y SUNAT) de información relacionada con la supervisión consolidada de grupos empresariales para identificar y evitar mecanismos que atenten contra la transparencia.

Se recomienda que la BVL y CONASEV difundan el Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión No Masiva (MIENM), autorizado por Resolución Gerencia General N° 045-2001-EF/94.11, mecanismo que reemplazó a la Mesa de Negociación y que ha presentado un bajo volumen de negociación, desde el año 2005 el MIENM no registra operaciones. En ese sentido se debe evaluar flexibilizar los requisitos del Reglamento vigente del MIENM, Resolución CONASEV N° 024-2007-EF/94.10, que contribuyan a la disminución de los costos operativos de las empresas tomadoras de fondos, acompañados de una efectiva supervisión de CONASEV, y normar la obligación de la BVL de establecer límites de endeudamiento de empresas que no se encuentren inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) o en la rueda de la BVL, y no dejarla a su discrecionalidad. Estos límites de endeudamiento no sólo deben referirse al nivel del apalancamiento del girador (emisor), sino también a límites referidos a su nivel de liquidez y de capital de trabajo, ya que se tratan de mecanismos de financiamiento de corto plazo.

Respecto a las líneas de investigación relacionadas con el presente Trabajo de Investigación, se recomienda abordar los siguientes temas:

- El destino de los fondos obtenidos por el grupo Picasso Salinas, si bien el grupo perdió su participación en el Banco Latino, parte importante de la cartera de créditos corresponde a empresas del grupo. Así, del total de acreencias que capitalizó COFIDE el 27,20% corresponde a créditos otorgados al Banco Latino de Fomento de la Construcción (unos USD 14,6 millones), y del total de la cartera deteriorada vendida al MEF el 5,73% y 2,56% corresponde a Inversiones Latinas S.A. (unos USD 10 millones) e Inversiones Cronox S.A. (unos USD 4,5 millones), respectivamente. Adicionalmente, a través de sobregiros y préstamos bancarios ARGOS financió a empresas vinculadas y a comitentes del exterior (posiblemente empresas off shore vinculadas), según se desprende de sus estados financieros auditados al 31.12.97. Una aproximación del destino de los fondos se presenta en el Anexo N° 08.
- La identificación de los inversionistas perjudicados en las operaciones doble contado plazo, si fueron personas o empresas que perdieron su patrimonio o si fueron gestores o administradores de patrimonios del público, como instituciones públicas que manejan fondos de pensiones por ejemplo, y si respondieron a conflictos de intereses. En el caso de los depósitos en el Banco Latino sabemos que parte importante corresponde al Banco de la Nación y a instituciones públicas. Adicionalmente, es importante considerar que al 31.12.97 las empresas vinculadas Inversiones Davos S.A., Inversiones Eolo S.A. y Sisara Inc. son accionistas minoritarios de una Administradora de Fondos de Pensiones.
- La transparencia en la negociación y formación de precio de la acción común clase B de Volcan (VOLCABC1), en particular durante el último trimestre de 1998, y su relación con los préstamos sin garantía otorgados a funcionarios y empleados vinculados a ARGOS<sup>40</sup> y al Banco Latino.

---

<sup>40</sup> Como señala el señora Gonzáles de Saénz, entonces Superintendente adjunta de Asesoría Jurídica de la SBS, refiriéndose al Banco Latino “(...) se dieron préstamos a un grupo, creo, de 25 ó 22 ó 23 personas naturales sin ningún tipo de evaluación de su capacidad de pago; y de esas 25, 23 personas, creo que 11 eran empleados de Argos (...) Se dice que es para capital de trabajo, y se utiliza para la

- Los cargos que desempeñan actualmente en empresas privadas o instituciones públicas quienes fueron ejecutivos y directores de ARGOS y las empresas vinculadas que participaron en las operaciones doble contado plazo, y de quienes fueron funcionarios de las instituciones públicas responsables de la regulación y supervisión. No resultaría extraño que desempeñen altos cargos públicos en ministerios o entidades supervisoras.

---

compra de acciones de Volcan(...) Estos señores no pagaron sus préstamos, fueron registrados indebidamente como préstamos vigentes cuando eran préstamos vencidos y nunca se reportaron como vencidos; se hace esa visita. El monto sí no recuerdo, era un monto fuerte, pero no era un monto, creo que no llegaban ni a 20 millones de soles o veintitantos millones de soles, y como esos, habían algunos manejos inadecuados, por no decir malos manejos en el Banco Latino (...)” (Congreso de la República, Sesión del 13/11/2001 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros, Departamento de Transcripciones). La relación de las 22 personas naturales a quienes otorgaron estos préstamos puede obtenerse de la transcripción de la sesión reservada del 25/01/2002 de la Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros del Congreso de la República.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 1 ALCORTA, Ludovico  
1992 “El Nuevo Capital Financiero: grupos financieros y ganancias sistémicas en el Perú”. Fundación Friedrich Ebert. 411 p.
- 2 ALONSO, Enrique y SASTRE, Galo  
2003 “Transparencia y Principio de Mejor Ejecución”. Dirección de Estudios. Comisión Nacional del Mercado de Valores de España.
- 3 BLOOMFIELD, Robert y O’HARA, Maureen  
1999 “Market Transparency: Who Wins and Who Loses?”. The Review of Financial Studies Vol. 12 N° 1 pp. 5-35  
2000 “Can transparent markets survive?”. Journal of Financial Economics 55 pp. 425-459
- 4 BORGIA, Fiammetta  
2005 “Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How prevent new financial scandals and crimes?”.
- 5 CACERES, Armando y NAGAMINE, Javier  
1991 “Política Económica y Desarrollo del Sistema Financiero Peruano (Parte II): propuesta para una reforma y análisis de la nueva ley de bancos”. Documento de Trabajo 16. GRADE – CIES.  
<http://www.grade.org.pe/download/pubs/ddt/ddt16.pdf>
- 6 CARETAS  
Revista semanal de actualidad política. Diversos números.
- 7 CONASEV  
Documento “Mercado de Valores: El Rol de la CONASEV”  
Documento “Mercado de Valores: Lo que todo inversionista debe saber”  
Documento “Terminología Bursátil”  
1997 Anuario Estadístico sobre el Mercado de Valores.  
1997 Memoria.  
1998 Anuario Estadístico sobre el Mercado de Valores.  
1998 Memoria.

- 1999 Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV N° 012-99-EF/94.12 publicada en Diario Oficial El Peruano 07 de abril de 1999.
- 2002 Revista Valores N° 41 Abril 2002.
- 8 CONGRESO DE LA REPUBLICA  
Comisión Investigadora de Delitos Económicos y Financieros del período 1990-2001. Departamento de Transcripciones.
- 9 CROCKETT, Andrew; HARRIS, Trevor; MISHKIN, Frederic; y WHITE, Eugene  
2003 “Conflicts of interest in the financial services industry: what should we do about them?”. International Center for Monetary and Banking Studies.
- 10 DANCOURT, Oscar  
1997 “Reformas Estructurales y Reforma Macroeconómica en el Perú: 1990-96”.  
<http://www.pucp.edu.pe/departamento/economia/images/documentos/DD134.pdf>.
- 11 DARGENT, Eduardo  
2008 “Islas de Eficiencia y Reforma del Estado: Ministerios de Economía y de Salud 1990-2008”. Reporte Final del Consorcio de Investigación Económica y Social.
- 12 DELL’ARICCIA, Giovanni; SCHNABEL, Isabel y ZETTELMEYER, Jeromin  
2002 “Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test”. IMF Working Paper. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02181.pdf>
- 13 DURAND, Francisco  
1996 “Incertidumbre y Soledad. Reflexiones sobre los grandes empresarios de América Latina”. Fundación Friedrich Ebert. 1ª Edición. 222 p.  
2003 “Riqueza económica y pobreza política. Reflexiones sobre las elites del poder en un país inestable”. 1ª Edición. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. 642 p.  
2004 “Cleptocracia y Empresariado en el Perú”. Nueva Sociedad 194 pp. 119-132.



- 14 ELLIOTT, Larry y SCHROTH, Richard  
2003 “Cómo mienten las empresas”. Gestión 2000. 156 p.
- 15 FABOZZI, Frank; MODIGLIANI, Franco y FERRI, Michael  
1996 “Mercados e Instituciones Financieras”. Pearson. 697 p.
- 16 FIGUEROA, Adolfo  
2002a “Economic Elites and Social Capital”.  
<http://www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD214.pdf>  
2002b “Reformas en Sociedades Desiguales: la experiencia peruana”. Fondo  
Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú
- 17 FLINT, Pinkas  
1999 “Grupos de Poder y Derecho en el Perú: el caso de las industrias  
harineras y oleaginosas”. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad  
Católica del Perú.
- 18 FLORINI, Ann  
1998 “The End of Secrecy”.  
1999 “Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of  
Transparency”. Carnegie Endowment for International Peace. 40 p.  
<http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/florini.pdf>
- 19 FMI  
1998 “The Working Group on Transparency and Accountability”.
- 20 GELOS, Gaston y WEI, Shan-Jin  
2002 “Transparency and International Investor Behaviour”. IMF Working  
Paper.
- 21 GESTION  
Diario de economía y negocios. Diversos números.
- 22 GLENNESTER, Rachel y SHIN, Yongseokh  
2003 “Is Transparency Good For You and Can the IMF Help?”. IMF  
Working Paper.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03132.pdf>
- 23 GOLDBERG, Rubén  
2002 “Revelación de Información y Transparencia: Revelación de

- Información No Financiera”. Presentación en: The Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable.  
<http://www.oecd.org/dataoecd/1/5/2085748.pdf>
- 24 GRADOS, Pedro; CHÁVEZ, Tatiana y ZUÑIGA, Magaly  
 1994 “La Bolsa: Principios Básicos”. 3ª edición. Universidad de Lima Facultad de Economía CIESUL. 191 p.
- 25 HELLMAN, Joel; JONES, Geraint; KAUFMANN, Daniel y SCHANKERMAN, Mark  
 2000 “Measuring Governance, Corruption and State Capture”. Policy Research Working Paper. The World Bank.  
<http://129.3.20.41/eps/dev/papers/0308/0308004.pdf>
- 26 HELLMAN, Joel; JONES, Geraint y KAUFMANN, Daniel  
 2000 “Capture al Estado, Capture el día. Captura del Estado, corrupción e influencia en la transición”.
- 27 KAMIN, Steven  
 2002 “Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets”. International Financial Discussion Papers. The Federal Reserve Board.  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifpd/2002/736/ifdp736.pdf>
- 28 KAUFMANN, Daniel  
 1998 “La pirámide financiera MMM”. Banco Mundial.  
<http://info.worldbank.org/etools/docs/library/18302/piramide.pdf>  
 2000 “Corrupción y Reforma Institucional: el poder de la evidencia empírica”.
- 29 KRUGMAN, Paul y WELLS, Robin  
 2006 “Introducción a la Microeconomía”. Editor Reverte. 537 p.
- 30 LA RAZÓN  
 Diario. Diversos números.
- 31 LANE, Timothy y PHILLIPS, Steven  
 2002 “Riesgo moral ¿Alimenta el financiamiento del FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas?”. Temas de Economía. FMI.

- <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues28/esl/issue28s.pdf>
- 32 LEVY, Eduardo  
 1999 “Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and the ‘Overlending Syndrome’”. IMF Working Paper.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99100.pdf>
- 33 MADHAVAN, Ananth; PORTER, David y WEAVER, Daniel  
 2005 “Should Securities Markets Be Transparent?”. Journal of Financial Markets. Volume 8 Issue 3 pp. 265-287.
- 34 MALPICA, Carlos  
 1989 “El Poder Económico en el Perú”. Tomo I: Los bancos Nacionales y sus filiales. 2ª Edición. Mosca Azúl Editores. 552 p.
- 35 MARTHANS, Juan  
 1994 “Determinantes del costo del crédito en los programas de estabilización de economías emergentes: el caso peruano”. Moneda N° 70 pp. 39-52 BCRP.  
 1997 “Reflexiones en torno a los mecanismos de información e inflexibilidad a la baja del costo del crédito”. Moneda N° 101 pp. 61-66 BCRP.
- 36 MEF  
 2001 “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”. Separata Especial. Diario Oficial El Peruano, 25 de abril de 2001.
- 37 MEHREZ, Gil y KAUFMANN, Daniel  
 1999 “Transparency, Liberalization and Financial Crises”. Banco Mundial. 31 p.  
<http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/mehrez1.pdf>
- 38 MESÍA, Mario; COSTA, Eduardo; GRAHAM, Oscar; SOTO, Robert y RABANAL, Alejandro  
 2006 “El Costo del Crédito en el Perú. Revisión de la evolución reciente”. Serie de Documentos de Trabajo. BCRP.  
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2006/Documento-de-Trabajo-04-2006.pdf>

- 39 MISHKIN, Frederic  
2003 “Policy Remedies for Conflicts of Interest in the Financial System”.  
<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/03boc.pdf>
- 40 MORRIS, Felipe y Muñoz, Italo  
2000 “La Reforma del Mercado de Capitales”. En: “la Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa”. 1ª Edición. Universidad del Pacífico Centro de Investigación. Instituto Peruano de Economía.
- 41 OCDE  
1999 “Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades”.  
<http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>  
<http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>
- 42 ORDÓÑEZ, Dwight y SOUSA, Lorenzo  
2003 “El capital ausente”. 1ª Edición. TETIS GRAF. Tomos I – VI 2.274 p.
- 43 PAGANO, Marco y ROELL, Ailsa  
1996 “Transparent and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”. The Journal of Finance Vol. LI N° 2.
- 44 PÉREZ, Víctor  
1999 “Econometrics Views”. 1ª Edición. Editorial San Marcos. 341 p.
- 45 PERÚ REPORT  
1995 “Perú the top 5000 companies”.  
1996 “Perú the top 5000 companies”.
- 46 SABATINI, Giovanni y TAROLA, Isadora  
2002 “Transparency on Secondary Markets”. A survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy. CONSOB.
- 47 SANHUEZA, Gonzalo  
2002 “Agency Problems in the Solutions of Banking Crises”. Documentos de Trabajo. Banco Central de Chile  
<http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc135.pdf>
- 48 SBS  
1997 Memoria.

- 1998 Memoria.
- 49 SOTO, Robert  
2006 “El Costo del Crédito en el Perú. ¿Qué factores lo determinan?”.  
Moneda N° 134 pp. 5-11. BCRP.  
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-134/Revista-Moneda-134-02.pdf>
- 50 STIGLITZ, Joseph  
“La Economía del Sector Público”. 3ª Edición. 738 p.
- 51 UGARTECHE, Óscar  
2004 “Adiós Estado Bienvenido Mercado”. 1ª Edición. Fondo Editorial  
UNMSM. 168 p.
- 52 VASQUEZ, Enrique  
2004 “Estrategias del poder. Grupos económicos en el Perú”. 1ª Edición.  
Universidad del Pacífico Centro de Investigación.
- 53 VELARDE, Julio y RODRÍGUEZ, Martha  
2000 “Los Efectos de la Crisis Financiera Internacional sobre la Economía  
Peruana 1997-1998: Lecciones e implicancias de política económica”.  
<http://cies.org.pe/files/active/0/PM9916.pdf>
- 54 VISHWANATH, Tara y KAUFMANN, Daniel  
1999 “Towards Transparency in Finance and Governance”. Banco Mundial.  
World Bank Policy Research Working Paper. 30 p.  
<http://www.worldbank.org/wbi/governance/pdf/tarawish.pdf>

Anexos

## Anexo N° 01

Período	TEA DB	TEM DC	TEA DC	A
ene-97	17.60	1.01%	12.82	4.78
feb-97	17.60	1.01%	12.82	4.78
mar-97	17.60	0.97%	12.28	5.32
abr-97	17.50	0.96%	12.15	5.35
may-97	17.40	0.95%	12.01	5.39
jun-97	17.40	0.89%	11.22	6.18
jul-97	17.30	0.94%	11.88	5.42
ago-97	17.20	0.93%	11.75	5.45
sep-97	17.20	0.90%	11.35	5.85
oct-97	17.00	0.88%	11.09	5.91
nov-97	17.00	0.87%	10.95	6.05
dic-97	16.90	1.02%	12.95	3.95
ene-98	16.80	1.06%	13.49	3.31
feb-98	16.70	1.06%	13.49	3.21
mar-98	16.70	1.12%	14.30	2.40
abr-98	16.60	0.99%	12.55	4.05
may-98	16.60	1.06%	13.49	3.11
jun-98	16.80	1.17%	14.98	1.82
jul-98	16.60	1.16%	14.84	1.76
ago-98	16.50	0.95%	12.01	4.49
sep-98	16.60	1.27%	16.35	0.25
oct-98	17.30	1.39%	18.02	-0.72
nov-98	18.00	1.39%	18.02	-0.02
dic-98	18.40	1.39%	18.02	0.38

Fuente: CONASEV

TEA: Tasa Efectiva Anual

TEM: Tasa Efectiva Mensual

DB: Descuento Bancario en ME

DC: Doble Contado Plazo en ME

A = DB - DC

## Anexo N° 02

Inmobiliaria Mar Abierto S.A.									
Período	AC	PC	ACT	PAS	PAT	UN	L	S	R
ene-97	22,552,852	30,602,616	38,964,728	30,851,191	8,113,537	-7,155,143	0.74	3.80	-0.18
jul-97	1,002,862	4,826,506	17,524,982	4,826,506	12,698,476	4,751,073	0.21	0.38	0.27
ago-97	999,544	5,266,316	17,350,136	5,266,316	12,083,819	4,120,190	0.19	0.44	0.24
sep-97	31,383,383	35,735,412	46,723,626	35,735,412	10,988,312	2,998,311	0.88	3.25	0.06
oct-97	60,278,960	65,395,746	75,390,379	65,395,746	9,994,633	1,977,685	0.92	6.54	0.03
nov-97	36,917,604	42,197,705	51,365,399	42,197,705	9,167,694	1,085,838	0.87	4.60	0.02
dic-97	32,023,217	37,572,200	46,709,823	37,572,200	9,137,623	1,021,767	0.85	4.11	0.02
ene-98	26,141,685	32,108,434	41,712,892	32,108,434	9,604,459	-1,341,860	0.81	3.34	-0.03
feb-98	5,284,948	11,162,201	20,021,816	11,162,201	8,859,616	-338,592	0.47	1.26	-0.02
mar-98	7,913,915	14,314,188	22,849,251	14,314,188	8,535,064	-629,757	0.55	1.68	-0.03
abr-98	9,988,763	16,169,691	25,041,462	16,169,691	8,871,771	-463,241	0.62	1.82	-0.02
may-98	27,484,835	33,798,920	42,566,622	33,798,920	8,767,702	-600,610	0.81	3.85	-0.01
Inversiones Cronox S.A.									
Período	AC	PC	ACT	PAS	PAT	UN	L	S	R
ene-97	19,367,764	15,031,552	19,367,764	15,031,552	4,336,212	3,372,097	1.29	3.47	0.17
jul-97	41,081,050	29,078,446	41,081,050	29,078,446	12,002,604	4,380,860	1.41	2.42	0.11
ago-97	49,490,511	37,112,877	49,490,511	37,112,877	12,377,634	4,740,491	1.33	3.00	0.10
sep-97	54,485,234	42,077,564	54,488,861	42,077,564	12,411,297	4,749,009	1.29	3.39	0.09
oct-97	62,082,518	50,622,669	62,086,097	50,622,669	11,463,428	3,775,248	1.23	4.42	0.06
nov-97	86,587,010	75,599,151	86,590,556	75,599,151	10,991,405	6,672,127	1.15	6.88	0.08
dic-97	109,965,285	99,570,703	109,968,785	99,570,703	10,398,082	6,060,633	1.10	9.58	0.06
ene-98	80,502,506	60,862,206	80,507,582	60,862,206	19,645,376	8,786,517	1.32	3.10	0.11
feb-98	77,423,979	58,786,763	77,429,243	58,786,763	18,642,480	8,030,638	1.32	3.15	0.10
mar-98	77,553,293	59,824,486	77,558,568	59,824,486	17,734,083	6,865,000	1.30	3.37	0.09
abr-98	67,469,576	50,849,833	67,474,606	50,849,833	16,624,774	8,887,765	1.33	3.06	0.13
may-98	70,526,798	53,902,240	70,534,472	53,902,240	16,632,232	5,824,143	1.31	3.24	0.08
jun-98	65,057,484	52,931,026	65,068,016	52,931,026	12,136,990	1,297,752	1.23	4.36	0.02
jul-98	63,963,263	53,076,963	63,971,691	53,076,963	10,894,728	-28,616	1.21	4.87	0.00
ago-98	66,662,923	55,225,418	66,671,489	55,225,418	11,446,071	458,351	1.21	4.82	0.01
Servicios de Primera S.A.									
Período	AC	PC	ACT	PAS	PAT	UN	L	S	R
ene-97	92,081,275	113,299,868	138,517,064	114,197,075	24,319,989	956,052	0.81	4.70	0.01
dic-97	128,682,189	129,428,638	181,701,348	130,218,366	51,482,982	20,221,020	0.99	2.53	0.11
jun-98	144,951,289	86,016,027	183,993,516	86,016,027	97,977,489	44,234,404	1.69	0.88	0.24
jul-98	142,703,717	86,659,995	182,417,019	86,659,995	95,757,024	41,596,928	1.65	0.90	0.23
ago-98	141,553,522	97,420,595	186,609,391	97,420,595	89,188,796	34,709,505	1.45	1.09	0.19
sep-98	141,953,551	100,684,355	185,377,334	100,684,355	84,692,979	29,966,569	1.41	1.19	0.16

Fuente: Estados Financieros de Empresas (importes en \$/.)

AC: Activo Corriente PC: Pasivo Corriente ACT: Total Activo PAS: Total Pasivo PAT: Total Patrimonio UN: Utilidad Neta

L: Liquidez (AC/PC) S: Apalancamiento (PAS/PAT) R: Rentabilidad (UN/ACT)

Las cifras del período 1997:01 corresponden a los estados financieros al 31.12.96



## Anexo N° 03

Período	Cronox			Pond.	Ima			Pond.	Serprisa			Pond.	Total Ponderado		
	L	S	R		L	S	R		L	S	R		L	S	R
ene-97	1.29	3.47	0.17	0.5%	0.74	3.80	-0.18	0.0%	0.81	4.70	0.01	99.5%	0.81	4.69	0.01
feb-97	1.29	3.47	0.17	13.2%	0.74	3.80	-0.18	0.0%	0.81	4.70	0.01	86.8%	0.87	4.54	0.03
mar-97	1.29	3.47	0.17	40.8%	0.74	3.80	-0.18	0.0%	0.81	4.70	0.01	59.2%	1.01	4.20	0.08
abr-97	1.29	3.47	0.17	72.3%	0.74	3.80	-0.18	0.0%	0.81	4.70	0.01	27.7%	1.16	3.81	0.13
may-97	1.29	3.47	0.17	99.3%	0.74	3.80	-0.18	0.0%	0.81	4.70	0.01	0.7%	1.29	3.48	0.17
jun-97	1.29	3.47	0.17	91.7%	0.74	3.80	-0.18	8.3%	0.81	4.70	0.01	0.0%	1.24	3.50	0.14
jul-97	1.41	2.42	0.11	42.8%	0.21	0.38	0.27	57.2%	0.81	4.70	0.01	0.0%	0.72	1.25	0.20
ago-97	1.33	3.00	0.10	36.2%	0.19	0.44	0.24	63.8%	0.81	4.70	0.01	0.0%	0.60	1.37	0.19
sep-97	1.29	3.39	0.09	17.2%	0.88	3.25	0.06	82.8%	0.81	4.70	0.01	0.0%	0.95	3.27	0.07
oct-97	1.23	4.42	0.06	12.8%	0.92	6.54	0.03	87.2%	0.81	4.70	0.01	0.0%	0.96	6.27	0.03
nov-97	1.15	6.88	0.08	11.3%	0.87	4.60	0.02	88.7%	0.81	4.70	0.01	0.0%	0.90	4.86	0.03
dic-97	1.10	9.58	0.06	13.4%	0.85	4.11	0.02	86.6%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.88	4.84	0.03
ene-98	1.32	3.10	0.11	15.4%	0.81	3.34	-0.03	84.6%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.89	3.30	-0.01
feb-98	1.32	3.15	0.10	17.6%	0.47	1.26	-0.02	82.4%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.62	1.59	0.00
mar-98	1.30	3.37	0.09	13.7%	0.55	1.68	-0.03	86.3%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.65	1.91	-0.01
abr-98	1.33	3.06	0.13	22.1%	0.62	1.82	-0.02	77.9%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.78	2.09	0.01
may-98	1.31	3.24	0.08	25.5%	0.81	3.85	-0.01	74.5%	0.99	2.53	0.11	0.0%	0.94	3.69	0.01
jun-98	1.23	4.36	0.02	21.5%	0.81	3.85	-0.01	78.5%	1.69	0.88	0.24	0.0%	0.90	3.96	0.00
jul-98	1.21	4.87	0.00	22.3%	0.81	3.85	-0.01	77.7%	1.65	0.90	0.23	0.0%	0.90	4.08	-0.01
ago-98	1.21	4.82	0.01	21.8%	0.81	3.85	-0.01	65.3%	1.45	1.09	0.19	12.9%	0.98	3.71	0.02
sep-98	1.21	4.82	0.01	26.4%	0.81	3.85	-0.01	49.8%	1.41	1.19	0.16	23.8%	1.06	3.47	0.04
oct-98	1.21	4.82	0.01	14.8%	0.81	3.85	-0.01	46.4%	1.41	1.19	0.16	38.8%	1.10	2.96	0.06
nov-98	1.21	4.82	0.01	14.9%	0.81	3.85	-0.01	46.3%	1.41	1.19	0.16	38.8%	1.10	2.96	0.06
dic-98	1.21	4.82	0.01	35.6%	0.81	3.85	-0.01	51.7%	1.41	1.19	0.16	12.7%	1.03	3.86	0.02

Elaboración Propia

Fuente: CONASEV y Estados Financieros de Empresas

Para los períodos en los que no se cuenta con información se ha tomado datos del período anterior

## Anexo N° 04

Dependent Variable: A  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/26/10 Time: 22:58  
 Sample: 1997M01 1998M12  
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.292987	1.802775	2.381321	0.0273
L	-6.531686	2.327894	-2.805835	0.0109
S	1.168375	0.358894	3.255485	0.0040
R	25.85380	6.233730	4.147404	0.0005
R-squared	0.491996	Mean dependent var	3.686250	
Adjusted R-squared	0.415795	S.D. dependent var	2.132245	
S.E. of regression	1.629745	Akaike info criterion	3.965735	
Sum squared resid	53.12135	Schwarz criterion	4.162078	
Log likelihood	-43.58883	F-statistic	6.456590	
Durbin-Watson stat	1.436382	Prob(F-statistic)	0.003105	

## Anexo N° 05

Dependent Variable: A  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/26/10 Time: 23:15  
 Sample (adjusted): 1997M03 1998M12  
 Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.76803	3.372934	3.488959	0.0030
L(-2)	-7.204090	2.743324	-2.626044	0.0183
S(-2)	0.533538	0.358415	1.488605	0.1560
R(-2)	16.41730	6.947358	2.363100	0.0311
V	-5.327804	2.028045	-2.627065	0.0183
Z	0.171911	0.953243	0.180343	0.8591
R-squared	0.650540	Mean dependent var	3.586818	
Adjusted R-squared	0.541334	S.D. dependent var	2.203446	
S.E. of regression	1.492282	Akaike info criterion	3.865491	
Sum squared resid	35.63049	Schwarz criterion	4.163048	
Log likelihood	-36.52040	F-statistic	5.956983	
Durbin-Watson stat	1.650165	Prob(F-statistic)	0.002694	

## Anexo N° 06

Dependent Variable: A  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/05/10 Time: 22:53  
 Sample (adjusted): 1997M03 1998M12  
 Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.437509	3.287955	2.870328	0.0117
L(-2)	-6.085472	2.566656	-2.370973	0.0316
S(-2)	0.645895	0.332183	1.944393	0.0708
R(-2)	20.10481	6.602337	3.045105	0.0082
V	-4.587536	1.888803	-2.428806	0.0282
Z	-0.334343	0.905942	-0.369055	0.7172
Q	2.342957	1.149528	2.038190	0.0596
R-squared	0.726332	Mean dependent var	3.586818	
Adjusted R-squared	0.616865	S.D. dependent var	2.203446	
S.E. of regression	1.363888	Akaike info criterion	3.711927	
Sum squared resid	27.90285	Schwarz criterion	4.059077	
Log likelihood	-33.83120	F-statistic	6.635150	
Durbin-Watson stat	1.767235	Prob(F-statistic)	0.001399	

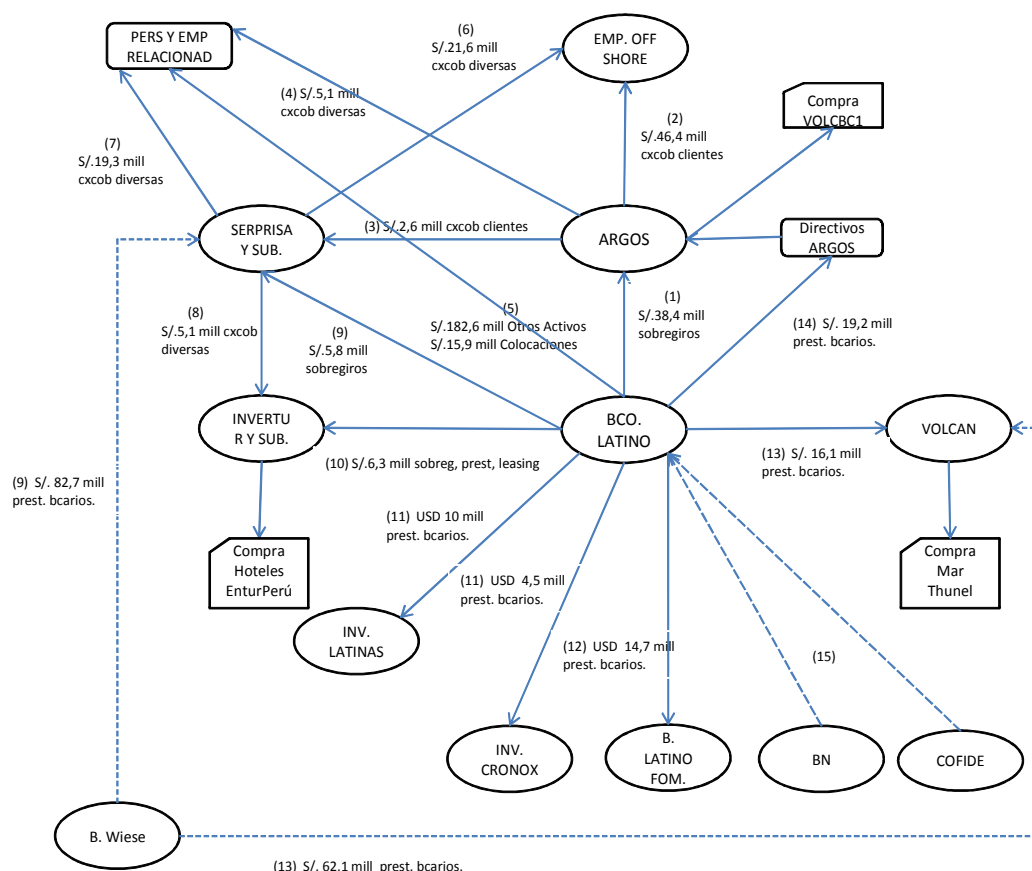
## Anexo N° 07

Dependent Variable: A  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/15/11 Time: 22:38  
 Sample (adjusted): 1997M03 1998M12  
 Included observations: 22 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.36769	3.524317	2.941758	0.0096
L(-2)	-3.694770	2.440927	-1.513675	0.1496
R(-2)	12.83651	5.896173	2.177091	0.0448
V	-5.036895	2.030985	-2.480026	0.0246
Z	-0.618352	0.968672	-0.638351	0.5323
Q	1.972039	1.228149	1.605700	0.1279
R-squared	0.657355	Mean dependent var	3.586818	
Adjusted R-squared	0.550279	S.D. dependent var	2.203446	
S.E. of regression	1.477659	Akaike info criterion	3.845795	
Sum squared resid	34.93560	Schwarz criterion	4.143353	
Log likelihood	-36.30375	F-statistic	6.139121	
Durbin-Watson stat	1.279867	Prob(F-statistic)	0.002332	

## Anexo N° 08

## DESTINO DE LOS FONDOS: UNA APROXIMACION



Fuente: Estados Financieros de empresas e informes de la Comisión Investigadora del Congreso  
Elaboración Propia

## Notas:

(1) Al 31.12.1997 el saldo de sobregiros bancarios de ARGOS es de S/. 38,4 millones y de préstamos bancarios de S/. 24 millones. El aumento neto del saldo de sobregiros bancarios respecto al 31.12.1996 es de S/. 35,5 millones. Según el Estado de Flujos de Efectivo durante 1997 ARGOS ha obtenido sobregiros y préstamos bancarios por S/. 50,2 millones, mientras que durante 1996 pagó por este concepto un importe de S/. 5,1 millones.

(2) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar a clientes que tiene ARGOS incluye S/. 46,4 millones que corresponden a clientes del exterior. El aumento neto del saldo de cuentas por cobrar a clientes respecto al 31.12.1996 es de S/. 47,4 millones. Según el Estado de Flujos de Efectivo durante 1997 ARGOS ha aplicado fondos al aumento

de cuentas por cobrar por S/. 48,2 millones, mientras que durante 1996 obtuvo por este concepto un importe de S/. 1,9 millones.

(3) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar a clientes que tiene ARGOS incluye S/. 2,6 millones a SERPRISA y su subsidiaria IMA. El aumento neto del saldo de respecto al 31.12.1996 es de S/. 2,5 millones.

(4) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar diversas que tiene ARGOS incluye S/. 3,3 millones que corresponden a operaciones por cobrar y S/. 1,0 millones a personas relacionadas. El aumento neto del saldo de cuentas por cobrar diversas respecto al 31.12.1996 es de S/. 1,1 millones. Al 31.12.1996 el saldo incluye S/. 0,9 millones por cobrar a una compañía del exterior, S/. 2,1 millones a compañías y personas relacionadas y S/. 0,6 millones a ex-funcionarios.

(5) Al 31.12.1997 el saldo de Otros Activos y Operaciones con Partes Vinculadas al Banco que tiene el BANCO LATINO incluye S/.17,4 millones por venta de cartera de créditos a Inversiones Tempera S.A. y Servicios de Cartera S.A., y S/. 24,5 millones por venta de bienes adjudicados (S/. 5,9 millones a cargo de Desarrollo Forestal S.A. y S/. 2,7 millones a cargo de un director y accionista de esa empresa). El aumento neto del saldo de Otros Activos y Operaciones con Partes Vinculadas al Banco respecto al 31.12.1996 es de S/. 91,1 millones.

Al 31.12.1997 el saldo de Colocaciones que tiene el BANCO LATINO incluye S/. 15,9 millones por cobrar a funcionarios y empleados. El aumento neto del saldo por cobrar a funcionarios y empleados respecto al 31.12.1996 es de S/. 5,9 millones.

(6) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar diversas que tiene SERPRISA y subsidiarias incluye S/. 21,6 millones por préstamos al exterior. El aumento neto del saldo de cuentas por cobrar diversas respecto al 31.12.1996 es de S/. 38,4 millones. Según el Estado de Flujos de Efectivo durante 1997 SERPRISA y subsidiarias ha aplicado fondos al aumento de cuentas por cobrar por S/. 40,5 millones, mientras que durante 1996 aplicó por este concepto un importe de S/. 12,9 millones.

(7) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar diversas que tiene SERPRISA y subsidiarias incluye S/.19,3 millones por cobrar a empresas y personas relacionadas, destacando Industrias Reunidas (S/.7,8 millones), Río Inversionista (S/.3,2 millones)

y Bodegas Vista Alegre (S/.2,2 millones). Adicionalmente tiene una cuenta por cobrar a Corporación Progreso (grupo Picasso Cándamo) por S/. 8,6 millones.

(8) Al 31.12.1997 el saldo de cuentas por cobrar diversas que tiene SERPRISA y subsidiarias incluye S/. 5,1 millones por cobrar a INVERTUR. Según los estados financieros al 31.12.1997 de INVERTUR y subsidiarias el saldo de los préstamos por pagar a accionistas incluyen S/. 6,8 millones por préstamos de SERPRISA.

(9) Al 31.12.1997 SERPRISA y subsidiarias tiene deudas con el Banco Latino por concepto de sobregiros S/. 5,8 millones, y préstamos con el Banco Wiese por S/. 82,7 millones.

(10) Al 31.12.1997 INVERTUR y subsidiarias tiene deudas con el Banco Latino por concepto de sobregiros y pagaré S/. 0,4 millones, préstamos a largo plazo S/. 5,1 millones y leasing S/. 0,8 millones. Según el Estado de Flujos de Efectivo durante 1997 INVERTUR y subsidiarias ha obtenido préstamos de sus accionistas por S/. 5,9 millones y ha pagado deuda de largo plazo y sobregiros y préstamos bancarios por S/. 4,8 millones, mientras que durante 1996 obtuvo por deuda de largo plazo S/. 9,2 millones.

(11) Según la Comisión Investigadora del Congreso entre los principales deudores transferidos con el D.U. 041-99 se encuentra Inversiones Latinas con USD 10 millones e Inversiones Cronox con USD 4,5 millones.

(12) Según la Comisión Investigadora del Congreso entre los principales acreencias que capitalizó COFIDE se encuentra Banco Latino de Fomento de la Construcción con USD 14,7 millones, Sacos Pisco con USD 1,6 millones e Inversiones Frontera con USD 0,51 millones.

(13) Al 31.12.1997 Volcan tiene deudas con el Banco Latino y Banco Wiese por concepto de préstamos por S/. 16,1 millones y S/. 62,1 millones, respectivamente.

(14) Según la Comisión Investigadora del Congreso el Banco Latino otorgó préstamos a los directivos de ARGOS, cuyos fondos se destinaron a la compra de acciones de Volcan.

(15) El BN y COFIDE inyectaron fondos al Banco Latino a través de depósitos y líneas de crédito, respectivamente. Según la Comisión Investigadora del Congreso los depósitos overnight del BN llegaron hasta USD 220 millones.